

UNA APROXIMACIÓN CONTRACTUAL A LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL*

Alan Schwartz**

Normalmente, el análisis de la problemática del sistema concursal se ha centrado en lo que ocurre después de la insolvencia. Los altos costos de coordinación entre los acreedores han determinado que el Estado cree un sistema concursal de carácter obligatorio.

Este enfoque tradicional, sin embargo, deja de lado que un mismo sistema no funciona igual para situaciones distintas, lo que deteriora la capacidad de las empresas para acceder al crédito. Por esta razón, el Estado debe permitir que las partes contraten sobre el sistema concursal que prefieran y, trasladando la misma lógica de la junta de acreedores, debe “amarrar” a la minoría al contrato que prefiera la mayoría de los acreedores. En pocas palabras, se debe privatizar la insolvencia.

El sistema de insolvencia de empresas tiene por objetivo solucionar un problema de coordinación entre los acreedores de empresas insolventes. Algunas empresas insolventes no perciben los ingresos suficientes como para cubrir siquiera sus costos no financieros (costos de producción). En tales situaciones, los activos de estas empresas podrían ser asignados a mejores usos en otra parte, por lo que los activos se deberían vender¹. Otras empresas insolventes, en cambio, perciben ingresos que exceden sus costos de producción pero, sin embargo, dichos ingresos son demasiado bajos para pagar las deudas de la empresa (costos financieros). Estos negocios deberían mantenerse en marcha, pero bajo estructuras de capital menos apalancadas. Como es bien sabido², un acreedor individualmente considerado no estará interesado en efectuar esta distinción: el acreedor individual maximizará su utilidad ejecutando los activos suficientes para el cobro completo de su crédito. Entonces, si cada acreedor procura ejecutar los activos de la empresa insolvente, ésta será gradualmente liquidada, sin tener en cuenta si era eficiente o no continuar con el negocio.

Los acreedores en conjunto preferirían coordinar sus acciones de tal forma que la empresa deudora sea liquidada sólo cuando los resultados de la liquidación van a generar mayores ingresos que los de la continuación del negocio (su reestructuración). Sin embargo, se considera que los acreedores enfrentan altos costos

* El presente artículo fue originalmente publicado en el Yale Law Journal, No. 107, 1998. pp. 1807- 1851, bajo el título “A contract theory approach to business bankruptcy”. La publicación se hace bajo expresa autorización del Yale Law Journal y de Alan Schwartz. La traducción fue realizada por Gerardo Solís, bajo la supervisión del doctor Huáscar Ezcurra. Le agradecemos al doctor Huáscar Ezcurra por cedernos el presente artículo para su publicación.

** Sterling Professor de la Facultad de Derecho de Yale. Este ensayo se ha beneficiado de los comentarios de Barry Adler, Frank Buckley, Henry Hansmann, Ronald Mann, Gideon Parchomovsky, Robert Rasmussen, Roberta Romano, Eric Talley y los participantes de la reunión de la Asociación Europea de Análisis Económico del Derecho en 1997 y los seminarios en las Universidades de California del Sur, Yale, y Virginia.

¹ Vender los activos de empresas insolventes se denota comúnmente « liquidación gradual ». ADLER, Barry. “A theory of corporate insolvency”. New York University Law Review, No. 72, 1997. pp. 343- 360.

² Ver, por ejemplo, JACKSON, Thomas. “The logic and limits of bankruptcy law”. 1986, pp. 7-19.

de coordinación y existe evidencia tangible que sustenta esta opinión: experimentos privados después de la insolvencia fallan a menudo³. Los sistemas occidentales de insolvencia responden comúnmente a este problema de los acreedores estableciendo mecanismos de coordinación. Estos mecanismos evitan que algunos o todos los acreedores ejecuten los bienes individualmente y establecen procedimientos para tomar -entre la liquidación y la reestructuración- aquella elección que maximiza el valor de la empresa. Los activos de la empresa insolvente se distribuyen entonces entre los acreedores que participan en el procedimiento de insolvencia, de acuerdo con un esquema de prioridades.

En los países occidentales, para participar en el sistema concursal dirigido por el Estado, se requiere al deudor y a los acreedores, restringir su habilidad para enmendar ciertos resultados que el sistema estatal genera⁴. Para apreciar estas peculiares características del sistema concursal, basta recordar que si bien la típica disputa comercial es resuelta por una corte, las partes pueden acordar un procedimiento alternativo de solución de controversias, como el arbitraje. El cuerpo típico de derecho comercial también está compuesto por una serie de normas supletorias; las reglas se aplican a menos que los particulares escojan reglas distintas⁵. Por el contrario, las partes no pueden prever en sus contratos de préstamo el acogimiento a un sistema concursal distinto del que provee el Estado⁶. Tampoco pueden modificar muchas de las reglas que constituyen el sistema. Por ejemplo, el *Uniform Commercial Code* (U.C.C.) permite a un acreedor resolver un contrato si su deudor deviene en insolvente⁷, por lo que las partes normalmente han hecho explícita esta autorización, previendo en sus contratos un derecho de resolución por insolvencia⁸. Actualmente, las normas concursales permiten al insolvente (o su fideicomisario de quiebra) mantener la ejecutabilidad de un contrato de compraventa a pesar de la ley estatal o del acuerdo privado⁹.

Este sistema concursal resuelve un problema de coordinación en lugar de regular la naturaleza de las transacciones para algunas de las distinciones entre el

derecho concursal y las normas mercantiles. Por ejemplo, si la contratación no estuviera regulada, un término contractual que autoriza a los acreedores a cobrar rápidamente y por completo la prestación acordada, no debería ser exigible porque la exigibilidad de tal condición produciría liquidaciones poco eficientes. Las reglas de juego deben ser obligatorias o el juego no podrá jugarse en absoluto. Los sistemas concursales, sin embargo, contienen más reglas obligatorias de las que es posible explicar.

Este ensayo contiene tres postulados con respecto a los rasgos restrictivos de los sistemas concursales modernos. El primer postulado se deriva del reconocimiento de que el sistema concursal óptimo es estado-dependiente. Reestructurar una empresa insolvente algunas veces maximizará los beneficios de los acreedores, mientras que liquidar la misma empresa será mejor bajo otros valores de los parámetros económicos relevantes. Estados Unidos reconoce que el sistema concursal óptimo es estado-dependiente autorizando a las cortes a decidir en última instancia si una empresa insolvente debe liquidarse o reestructurarse¹⁰. Este ensayo muestra que las partes pueden mejorar esta solución mediante contratos que prevean el uso del sistema concursal que sea óptimo de acuerdo con sus circunstancias particulares. Estos contratos, por consiguiente, deberían ser legales.

El segundo postulado del presente ensayo es que las únicas reglas obligatorias en un sistema concursal deberían ser las estructurales. El Código Concursal americano vigente, contiene reglas estructurales obligatorias así como reglas obligatorias cuya meta es aumentar el valor de la empresa insolvente. La regla que impide a la parte solvente la resolución de un contrato con la parte insolvente es una regla que exige a la parte solvente asumir una posible pérdida si el trato es beneficioso para mantener el patrimonio de la insolvente¹¹. No existe, sin embargo, alguna buena razón distributiva para beneficiar a una clase de acreedores comerciales - manteniendo el patrimonio de la insolvente- a expensas de la parte solvente. Las reglas concursales obligatorias sólo se justifican si aumentan la eficiencia *ex post*. La regla de la no-

³ Ver SCHWARTZ, Alan. "Bankruptcy workouts and debt contracts". *Journal of Law and Economics*, No. 36, 1993, p. 595.

⁴ Estas restricciones son discutidas en el "Report of the National Bankruptcy Review Commission", 1997. pp. 459-87.

⁵ La sección 1-102 (3) del *Uniform Commercial Code* (U.C.C.) autoriza a las partes para variar «el efecto de las disposiciones de esta ley», con excepción de lo que se refiere a las «obligaciones de buena fe, razonabilidad, diligencia y cuidado.» U.C.C. 1-102 (3), 1989.

⁶ Ver, por ejemplo, *In re Madison*, 184 B.R. 686,690-91 (Bankr. E.D. Pa. 1995); *In re Weitzen*, 3 f Supp. 698, 698 (S.D.N.Y. 1933).

⁷ Ver U.C.C. 2-609.

⁸ Estas cláusulas eran proscritas por el Código Concursal de 1978. Ver 11 U.S.C. 365 (e), 1994; ver también S. Rep. No. 95-989, a 59, 1978.

⁹ Ver 11 U.S.C. 365 (e).

¹⁰ Veá 11 U.S.C. 105 (a), 305 (a), 1129 (a).

¹¹ Ver id. 365.

resolución, por consiguiente, debe exigir a la parte solvente asumir una pérdida sólo cuando la ganancia de la insolvente supere la pérdida de la parte solvente.

De lo señalado no se desprende, sin embargo, que las normas concursales deben intentar aumentar la eficiencia *ex post* con reglas obligatorias. El Teorema de Coase nos enseña que, bajo ciertas condiciones, la asignación inicial de una titularidad, como las de las reglas obligatorias, son irrelevantes en términos de eficiencia. Los sistemas concursales crean mecanismos que facilitan las negociaciones coaseanas. Estos sistemas establecen a menudo la presencia de un funcionario estatal para representar a la empresa insolvente¹², y el funcionario puede negociar con los acreedores, tal como la parte solvente en el ejemplo propuesto. Reglas concursales no-estructurales de carácter obligatorio se necesitan sólo cuando no estén dadas las condiciones para que las negociaciones se desarrollen en un escenario de bajos costos de transacción. Este ensayo muestra que las negociaciones tienen éxito con respecto al dinero: la re-negociación después de la insolvencia trasladará riqueza tangible a la empresa insolvente sólo cuando resulte eficiente que sea así, independientemente de la existencia de una regla obligatoria. En la medida en que los sistemas concursales deben buscar la maximización del valor monetario de la insolvente¹³, estos sistemas no necesitan contener reglas redistributivas obligatorias. Por consiguiente, las únicas reglas obligatorias en un sistema concursal deben ser estructurales.

Los dos postulados que acabamos de resumir, implícitamente, asumen que los sistemas concursales existen sólo para aumentar la eficiencia resolviendo el problema de coordinación de los acreedores. Muchos estudiosos americanos también defienden que el sistema concursal debe proteger personas o entidades que no tienen demandas actuales contra la empresa insolvente. En la literatura las clases protegidas incluyen a los trabajadores con un interés en continuar en su empleo y a las comunidades locales que se bene-

fician de la presencia de la empresa¹⁴. Quizás más del carácter obligatorio del sistema americano podría justificarse si el sistema estuviera destinado a proteger a quienes no son acreedores de la empresa insolvente, pero el tercer postulado de este ensayo es que los mejores argumentos nos indican que los sistemas concursales sólo deben resolver el problema de coordinación entre los acreedores¹⁵.

La importancia del tema de este ensayo es evidenciada por la reciente práctica comercial y el estudio académico. Una gran cantidad de acreedores se muestra cada vez más insatisfecha con el sistema americano y ha estado intentando evitarlo a pesar de las claras prohibiciones legales. La Comisión Revisora Concursal observó que “mientras que durante largo tiempo se ha asumido que los derechos específicos, efectos, y obligaciones asignados por el Código Concursal son irrenunciables, incluso en la ausencia de una provisión expresa del Código, los casos concretos y la práctica concursal han empezado a cuestionar esta sostenida asunción. Con regularidad creciente, los documentos de préstamo y los *workout agreements* contienen cláusulas que renuncian a la suspensión automática de los derechos del acreedor si el prestatario deviene en insolvente”¹⁶.

La Comisión agregó: “Otras cláusulas típicas establecen que solicitar el inicio de la insolvencia constituiría un supuesto de mala fe si se utiliza para impedir la ejecución de la obligación, o que el deudor está de acuerdo en admitir la existencia de hechos que apoyan un *case dismissal order*”¹⁷. La Comisión respondió a estos esfuerzos para evitar la insolvencia recomendando que el Código Concursal se modifique para hacer explícito que “una cláusula contractual no renuncie, termine, restrinja, condicione, o de alguna otra forma modifique cualquier derecho o defensa establecidas en el Capítulo 11” del Código¹⁸.

Los académicos, entre tanto, han hecho tres recientes contribuciones al debate sobre el carácter obligatorio

¹² Las secciones 701-703 del Código Concursal prevén la designación de un fiduciario para representar a la empresa quebrada, y la 704 contempla los deberes del fiduciario. Ver id. 701-704.

¹³ Este ensayo usa las frases «resolver el problema de coordinación de los acreedores» y «maximizar el valor monetario de la empresa» indistintamente porque el problema central es el de maximizar el valor.

¹⁴ La Comisión Revisora Concursal, adoptando esta visión de la insolvencia, introdujo un capítulo sobre insolvencia corporativa describiendo aprobatoriamente el sistema concursal de los Estados Unidos: «Principalmente a través del *Chapter 11*, la insolvencia corporativa crea la oportunidad para reestructurar negocios en problemas, para preservar puestos de trabajo, para impedir la expansión del fracaso económico a abastecedores más pequeños y otros negocios dependientes, y para permitir que las comunidades locales retengan su base tributaria». National Bankruptcy Review Commission, *supra* nota 4, at 303. Los artículos que apoyan esta posición son discutidos en las notas 32 a 41.

¹⁵ Las víctimas por responsabilidad extracontractual de la empresa no negocian *ex ante* con ésta, pero tienen acreencias actuales contra ella. Estas acreencias deben ser protegidas por el sistema concursal, pero el cómo hacerlo es un tema que excede los alcances del presente ensayo.

¹⁶ National Bankruptcy Review Commission, *note* 4, at 479.

¹⁷ *Id.* at 479 n.1162.

¹⁸ *Id.* at 478. Las razones de la Comisión son discutidas en las notas 75 a 78.

del sistema concursal. Estas contribuciones son consistentes con el postulado de este ensayo de que las partes deben ser libres para, en sus contratos de préstamo, escoger el sistema concursal que prefieren. Primero, algunos estudiosos argumentan que exigir a las partes utilizar el sistema estatal no es una obligación seria. Las empresas pueden evitar este sistema adoptando estructuras de capital "a prueba de insolvencia"¹⁹. Por ejemplo, empresas que evitan la deuda no pueden devenir en insolventes. Las empresas, sin embargo, escogen estructuras de capital para resolver los problemas de agencia entre los administradores de la empresa o los accionistas y los inversionistas²⁰. Así, las empresas deben enfrentar el difícil problema de escoger entre una estructura de capital sub-óptima que evitaría la insolvencia o reduciría sus costos y una estructura de capital óptima que obligará a la empresa, si es que deviene en insolvente, a usar un sistema concursal sub-óptimo. Esta opción podría evitarse si las empresas fueran libres de contratar directamente el procedimiento concursal que prefieran.

Segundo, algunos estudiosos han argumentado que una empresa debería estar facultada para prever en su estatuto el sistema concursal que prefiera. Los acreedores de la empresa se encontrarían limitados por la opción acogida en el estatuto de la empresa²¹. Esta solución puede tropezar con el problema de que, en la medida que el sistema concursal óptimo es estado-dependiente, también puede ser "tiempo-dependiente". De modo más simple, el tiempo puede hacer que pase de moda la solución prevista en el estatuto, y los estatutos no son sencillos de modificar. Algunas empresas preferirían la relativa flexibilidad de los contratos de préstamo para inducir la elección de un sistema concursal óptimo.

Finalmente, algunas cortes y académicos sostienen que debería permitirse a las empresas renunciar, respecto

de los *workout agreements*, a ciertas disposiciones del Código Concursal, como la suspensión automática de obligaciones²². Un *workout agreement* es celebrado entre la empresa y algunos o todos sus acreedores, después de que la empresa ha experimentado dificultades financieras. Este ensayo no discute los *workout agreements*, pero muestra que aumentaría la eficiencia si las empresas, *ex ante*, fueran libres para contratar sobre la insolvencia en sus contratos de préstamos.

A la luz del reciente y extenso debate en las revistas de derecho acerca de las funciones apropiadas de un sistema concursal²³, y de la discusión sobre las cuestiones contractuales ya señaladas, este ensayo abarca algunos aspectos que resultarán familiares para quienes están vinculados con este campo. Lo adicional, es una explicación de los efectos económicos de impedir a las partes contratar el sistema concursal que prefieran en sus contratos de préstamo (y una demostración de que las partes podrían resolver sus problemas de coordinación en la fase de otorgamiento del crédito y, de esta forma, celebrarían "contratos de insolvencia" eficientes si fueran libres de hacerlo); una explicación sobre cómo funcionan las reglas concursales obligatorias y un argumento de que los sistemas concursales deberían tener menos de estas reglas; y un conjunto algo diferente de razones que apoyan la opinión de que las normas concursales sólo deben resolver el problema de coordinación entre los acreedores. El análisis que apoya estos resultados utiliza la moderna teoría contractual, como se infiere del título del ensayo.

En la Parte I sostengo que el sistema concursal sólo debe proteger a quienes tienen demandas actuales contra la empresa insolvente. En la Parte II se analiza el problema de contratar el sistema concursal preferido y, en la Parte III, se discuten las reglas concursales obligatorias. Hay una lección sustantiva y metodológica en este análisis. Una reciente tendencia

¹⁹ Ver, por ejemplo, ADLER, Barry. "Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy". *Stanford Law Review*, No. 45, 1997. pp. 311-322; BAIRD, Douglas. "The Hidden Virtues of Chapter 11". Original no publicado, 1997.

²⁰ Ver, por ejemplo, MILGROM, Paul y ROBERTS, John. "Economics, Organization and Management". 1992. pp. 448-535; WILLIAMSON, Oliver. "The Mechanisms of Governance". 1996. pp. 171-194.

²¹ Ver, por ejemplo, HAUGEN, Robert y SENBET, Lema. "Bankruptcy and agency costs: their significance to the theory of optimal capital structure". *J. Fin. and Quantitative Analysis*, 1988. pp. 29-31; RASMUSSEN, Robert. "Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy". *Texas Law Review*, 1992. pp. 51,53-54. Randy Picker ha argumentado que un sistema concursal normativamente deseable debe reflejar las elecciones contractuales que los privados hacen, donde los costos de transacción sean bajos, pero no discute la posibilidad de que una empresa escoja un procedimiento de insolvencia en su estatuto o a través de un contrato. Ver, PICKER, Randal. "Voluntary Petitions and the Creditor's Bargain". *U. Cin. L. Rev.*, 1992. pp. 519,526. Steven Schwartz se ha planteado recientemente la pregunta de la libertad contractual preguntándose cuándo las partes deben ser permitidas de contratar sobre la insolvencia, concluyendo que debe existir una libertad considerablemente mayor que la que ahora existe para contratar sobre insolvencia. Ver SCHWARCZ, Steven. "Freedom of Contract about Bankruptcy". Original no publicado, 1998.

²² Casos y artículos en este sentido son citados en la National Bankruptcy Review Commission, note 4. pp. 478-487.

²³ Buenos ensayos son BAIRD, Douglas. "Bankruptcy's Uncontested Axioms". *Yale Law Journal*, 1998; FROST, Christopher. "Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process". *N.C. L. Rev.*, 1995; y KOROBKIN, Donald. "The Role of Normative Theory in Bankruptcy Debates". *Iowa Law Review*, 1996.

académica trata los temas relacionados con las normas comerciales como problemas contractuales. El punto de vista de que una corporación es un nexo de contratos entre diversos factores de producción es quizá el ejemplo más famoso²⁴. El enfoque contractual ha empezado a influir también en el sistema concursal. La lección metodológica es que esa influencia contractual debe aumentar. La lección sustantiva es que los sistemas concursales deben contener menos barreras para contratar libremente de las que hoy en día contienen.

I. LAS METAS DE UN SISTEMA CONCURSAL

A. El debate actual

1. La meta de la eficiencia

Los críticos económicos sostienen que un sistema concursal debe maximizar el valor *ex post* de la empresa insolvente y distribuir su valor entre los acreedores según una regla de prioridad²⁵. Respetar la prioridad supone pagar las deudas en el orden estipulado en los contratos de la empresa con los inversionistas²⁶. Así, bajo esta regla, se paga a los acreedores antes que a los accionistas y a los acreedores garantizados antes que a los no garantizados. Esta visión económica se hace más clara explicando la relevancia de las normas concursales para las decisiones financieras de la empresa. De acuerdo con la meta de la eficiencia el objeto de las normas mercantiles es, en un sentido amplio, maximizar el bienestar social. Las normas concursales pueden ayudar a lograr esta meta reduciendo los costos del acceso al crédito. Reducir estos costos les permite a las empresas llevar a cabo mejores proyectos y crea mejores incentivos a las empresas para maximizar su valor.

Un ejemplo puede ayudar a explicar estos puntos. Asuma que una empresa tiene un proyecto pero no tiene el dinero para iniciarlo, y que decide aumentar su deuda buscando un inversionista. Llevar a cabo el proyecto cuesta \$ I. Si el proyecto tiene éxito, la empresa ganará más del costo del proyecto, pero si el

proyecto falla, la empresa ganará menos (es decir, la empresa devendrá en insolvente). La empresa puede intentar convencer a los acreedores para asumir el costo "I", prometiendo reembolsarles el monto "F" si el proyecto tiene éxito. Si el proyecto falla, los acreedores se encuentran facultados para adquirir el control de la empresa (que es menos valiosa que la suma prestada). Denotemos el valor de la empresa si el proyecto falla como "y". Como se deduce de lo señalado, "y" es en parte una función del sistema concursal vigente. Los costos del sistema los denotaremos como "c".

En un mercado de crédito competitivo, los acreedores esperarán obtener una ganancia por los préstamos que efectúan (incluyendo una ganancia en la inversión realizada). Esta esperanza de obtener una ganancia será satisfecha en el ejemplo propuesto si la empresa se compromete a devolver una suma cuyo valor esperado es igual al costo "I" del proyecto en el que el acreedor invirtió, y para lo cual prestó. Asumiendo que la probabilidad de éxito del proyecto es igual a "p", el monto "F" requerido puede derivarse de la siguiente ecuación: $I = pF + (1-p)(y-c)$. El primer término de esta ecuación, empezando desde la derecha, representa el valor esperado de la promesa de la empresa para reembolsar a los acreedores si su proyecto tiene éxito; el segundo término es el valor esperado de la promesa de la empresa para reembolsar si el proyecto falla.

Asumiendo que el proyecto cuesta "I" (ésta es la suma que la empresa necesita), la ecuación muestra que la suma que la empresa debe prometer reembolsar a los acreedores siendo solvente, "F", disminuirá en la medida en que aumente el monto recuperado en un procedimiento de insolvencia. Por ejemplo, si el costo "I" del proyecto fuera de \$1000, el valor "y" de la empresa si el proyecto fracasa fuera de \$600, los costos "c" de la insolvencia de \$300, y la probabilidad de éxito "p" es de un 70%, entonces la cantidad que la empresa debe prometer reembolsar a los acreedores, "F", es de \$1300 (una tasa de interés del 30%). Si el valor de la empresa si el proyecto fracasa aumentara

²⁴ Un listado completo de la literatura económica que desarrolla esta visión se encuentra en LAFFONT, Jean-Jacques y David MARTIMORT. "The firm as a multi contract organization". J Econ. & Mgmt. Strategy, 1997. Un tratamiento más accesible en HANSMANN, Henry. "The ownership of enterprise". 1996.

²⁵ Los exponentes principales de este enfoque son Douglas Baird y Tomás Jackson. En su libro de texto argumentan que las cortes concursales deben respetar los títulos legales, un argumento que supone el respeto a los títulos que constituyen la estructura de prioridad de una empresa. Ver BAIRD, Douglas y Thomas JACKSON. "Casos, problemas y materiales sobre insolvencia". 1990; ver también, por ejemplo, BAIRD, Douglas. "Revisiting Auctions in Chapter 11". J.L. y Econ., 1993. pp. 633-636; BAIRD, Douglas y JACKSON Thomas. "Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: a commentary on adequate protection of secured creditors in Bankruptcy". University of Chicago Law Review, 1984.

²⁶ BAIRD, Douglas. "The Elements of Bankruptcy". 1993. pp. 71-72.

a \$800 o los costos de la insolvencia disminuyeran a \$100, entonces F disminuiría a \$1241.29 (lo que supondría una tasa de interés del 21%).

Un sistema concursal aumentaría el valor de la empresa en estado de insolvencia resolviendo el problema de coordinación de los acreedores - es decir, asegurando que las empresas insolventes no siempre se liquidan. El valor de las empresas insolventes también aumentaría si sólo se reestructuraran las empresas cuyo valor en marcha excediera su valor en liquidación. Hay una gran variedad de maneras de reducir los costos del sistema concursal. Una visión actual sostiene que subastar las empresas, en lugar de reestructurarlas, es la mejor manera de reducir estos costos²⁷.

Este análisis revela tres defectos de un sistema concursal innecesariamente costoso. Primero, las empresas son obligadas a destinar sus recursos a pagar el financiamiento de la deuda adquirida, cuando podrían usarlos, con mayores beneficios, en cualquier otra parte (es decir, las empresas deben prometer reembolsar demasiado para financiar sus proyectos). Segundo, las empresas pueden ser incapaces de financiar algunos proyectos. Una empresa puede tener que prometer a los acreedores tanto en el estado de solvencia que no vale la pena llevar a cabo el proyecto²⁸. Tercero, un sistema concursal costoso crea pobres incentivos a las empresas para maximizar sus ganancias. En el ejemplo propuesto, el proyecto costó \$1000, pero la empresa debía pagarle a los acreedores más de \$1000 si el proyecto tenía éxito. Así, la empresa no puede quedarse con la diferencia entre las ganancias del proyecto y el costo del mismo. Por consiguiente, la empresa no destinará al proyecto un esfuerzo hasta el punto en el que el costo marginal del esfuerzo iguale la ganancia marginal, sino que se esforzará hasta que el costo marginal iguale la ganancia marginal menos la porción marginal correspondiente a los acreedores. El *debt capital* más caro es aumentar (el "F" más alto en el ejemplo propuesto) el máximo de la porción de los acreedores y el mínimo del incentivo de la empresa para maximizar las ganancias²⁹.

En resumen, en el enfoque económico, el objetivo último de las normas concursales es ayudar a la maximización del bienestar social. Este objetivo implica la meta instrumental de minimizar el costo del acceso al crédito. Esta meta instrumental, a su vez, se facilita maximizando el retorno esperado de los acreedores cuando la empresa deviene en insolvente. Por consiguiente, un sistema concursal eficiente maximiza el valor que las empresas tienen dentro (y como consecuencia fuera) del sistema y minimiza los costos de ejecutar ese valor.

2. Los desafíos al enfoque económico

Los participantes en el debate sobre qué deberían hacer los sistemas concursales a veces se caracterizan a sí mismos bien sea como «liberales» o como «conservadores»³⁰. Mucho del debate se caracteriza por un error «ser/deber ser». Los liberales sostienen que el sistema concursal debe perseguir sólo la meta "x"; los conservadores responden que el Código Concursal persigue de hecho también las metas "y" y "z"³¹. Esta respuesta es un error porque la contestación apropiada a un «deber ser» es un no «no deber ser», no un «es». Este ensayo se preocupa por los postulados que justifican un sistema concursal, y esto determina que quede en un segundo plano si el Código Concursal persigue o falla en perseguir una meta. Que el Código persiga la meta "y" no necesariamente implica que la meta "y" es normativamente deseable, pero indica que "y" es políticamente factible. Que el Código no persiga la meta "x" no supone que la meta "x" es indeseable, pero sugiere que la meta "x" puede ser ya sea política o técnicamente inalcanzable.

Volviendo al debate, los conservadores están de acuerdo en que la eficiencia es relevante para las cuestiones concursales. De acuerdo con la visión conservadora, sin embargo, el Código Concursal es un mecanismo de asignación de pérdidas que asigna las pérdidas del fracaso comercial entre las partes afectadas según metas particulares, que incluyen –entre otras– la efi-

²⁷ La declaración más temprana de este enfoque es de BAIRD, Douglas. "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations". *Journal of Legal Studies*, 1986. Un plan de subasta más complejo se describe en AGHION, Phillippe. "Improving Bankruptcy Procedure". Wash. U. L.Q., 1994.

²⁸ Este defecto es acentuado en la discusión concerniente a la contratación para los procedimientos concursales. Ver apartado II.C.4.

²⁹ En el ejemplo más costoso de los descritos, la empresa debe compartir con sus acreedores \$300 del retorno del proyecto; en el ejemplo menos costoso, la empresa debe compartir \$241.29.

³⁰ KOROBKIN, Donald. *Op.cit.*, p. 76.

³¹ Otros han aludido a esta equivocación. Korobkin observa: «una de las respuestas más comunes de los conservadores al enfoque del libre mercado ha sido para señalar directamente a la realidad actual de la política concursal». Por su parte, Frost señala que «en esencia, los participantes en el debate concursal están hablando uno tras otro».

ciencia económica³². Así, mientras los conservadores están de acuerdo en que los sistemas concursales maximicen el valor *ex post* de la empresa, quieren, adicionalmente, que estos sistemas protejan los intereses de personas o entidades que no mantienen demandas actuales basadas en un contrato contra la empresa insolvente³³. Tales personas y entidades son, principalmente, empleados que tienen un interés en mantener su empleo en el futuro³⁴, y el conglomerado de intereses resumidos con la frase “la comunidad”³⁵. La comunidad incluye a los clientes potenciales y a los proveedores de la empresa, a la administración tributaria, y a quizás otros³⁶.

Se ofrecen dos justificaciones para proteger a los empleados y a la comunidad. La primera es la distribución de las pérdidas³⁷. Los conservadores sostienen que un sistema concursal debe otorgar parte del valor de la empresa insolvente a los empleados (independiente de los derechos establecidos en el contrato de trabajo) porque los acreedores son más capaces que los trabajadores obreros para protegerse contra las pérdidas del fracaso comercial en los contratos que *ex ante* celebran con la empresa, o para distribuir esas pérdidas entre el universo de sus prestatarios. La protección a la comunidad está justificada en fundamentos distributivos y porque ella internaliza los costos de fracaso comercial³⁸. Por ejemplo, los costos de la insolvencia recaen tanto sobre los proveedores locales como los acreedores. Si las empresas se rees-

tructurasen para proteger a los proveedores, los acreedores, anticipándose al costo esperado, seguramente tomarían decisiones de préstamo más prudentes.

Los conservadores no han desarrollado un criterio para ayudar a las cortes o a los legisladores a decidir cuánto del valor de una empresa insolvente debe destinarse a proteger a las partes sin demandas actuales contra la empresa. Tampoco han sugerido reformas particulares para hacer esta protección más eficaz³⁹. En cambio, los conservadores muestran que algunas secciones del actual Código Concursal protegen a quienes no son acreedores⁴⁰ y afirman, en respuesta directa a los liberales, que el sistema concursal no debe ser un esquema que proteja un único valor⁴¹.

Todos los participantes en este debate sobre las metas apropiadas de un sistema concursal reconocen que las normas concursales afectan la habilidad de una empresa de pedir dinero prestado. Así, todos reconocemos que los acreedores garantizados deben tener una prioridad alta (aunque qué tan alta está actualmente en disputa) porque sino algunas empresas no podrían pedir prestado⁴². Los conservadores también reconocen que un sistema concursal muy ineficiente desincentivará la conducta empresarial⁴³. El debate actual, sin embargo, toma principalmente un enfoque del “después de-la-insolvencia”, en el que el énfasis es puesto en cómo resolver de mejor manera los problemas que surgen después de que la insolvencia ha ocurrido. Este enfoque existe quizás porque muchos

³² Lawrence Ponoroff y Stephen Knippenberg observan que ley concursal asigna las pérdidas de la insolvencia «según un conjunto de principios, ninguno de los cuales es preeminente por definición». PONOROFF, Lawrence y KNIPPENBERG, Stephen. “The Implied Good Faith Filing Requirement: Sentinel of an Evolving Bankruptcy Policy”. *Nw. U. L. Rev.*, 1991. pp. 919-962; ver también WARREN, Elizabeth. “Bankruptcy Policy”. *University of Chicago Law Review*, 1987, sugiriendo varias metas de distribución además de la eficiencia económica.

³³ Ver, por ejemplo, WARREN, Elizabeth. “Bankruptcy Policy in an Imperfect World”. *Michigan Law Review*, 1993. pp. 336, 354-356.

³⁴ Argumentos en favor de proteger empleados se encuentran en BRAUCHER, Jean. “Bankruptcy Reorganization and Economic Development”. *Cap. U. L. Rev.*, 1994. pp. 499, 517-518; KOROBIKIN, Donald. “Employee Interests in Bankruptcy”. *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 1996, pp. 5, 26-34; y NIMMER, Raymond. “Negotiated Bankruptcy Reorganization Plans: Absolute Priority and New Value Contributions”. *Emory L.J.*, 1987. pp. 1032-1034. Braucher añade la idea de que un sistema concursal no debe proteger puestos de trabajo si esto causara una pérdida de puestos de trabajo en general, pero no analiza esta posibilidad a fondo. Vea BRAUCHER, Jean. *Op.cit.*, p. 519. El compromiso de estos autores con la protección de puestos de trabajo se puede comparar con el actual sistema concursal francés, que enumera la protección de puestos de trabajo como la segunda meta del sistema concursal y el pago a los acreedores como la tercera. Ver KORAL, Richard y SORDINO Marie-Cristine, “The New Bankruptcy Reorganization Law in France: ten years later”. *Am. Bankr. L.J.* 1996. pp. 437-442.

³⁵ Ver, por ejemplo, GROSS, Karen. “Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: an essay”. *Wash. U. L.Q.* 1994; PONOROFF y KNIPPENBERG, *Op.cit.*, p. 960; WARREN, *Op.cit.*, p. 354. La opinión de Warren ha variado con el tiempo, sin embargo. Una vez manifestó, por ejemplo, que «los procedimientos concursales se deben evaluar desde el punto de vista de si aumentan el valor de la insolvente». WARREN, Elizabeth. “A Theory of Absolute Priority”. 1991.

³⁶ Ver WARREN, Elizabeth. *Ibid.*

³⁷ Ver BRAUCHER, Jean. *Op.cit.*, pp. 517-18; NIMMER, Raymond. *Op.cit.*, p. 1028.

³⁸ Ver WARREN, Elizabeth. *Op.cit.*, pp. 354-56.

³⁹ Para una excepción con respecto a los trabajadores, ver KOROBIKIN, Donald. *Op.cit.*, pp.26-33.

⁴⁰ Según Warren, el Código Concursal quiere «redistribuir los beneficios que originan el cobro de ciertos créditos a otras partes que no disfrutaban de esos derechos». WARREN, Elizabeth. *Op.cit.*, p. 355.

⁴¹ Ver nota 32.

⁴² Una muestra de la visión académica actual sobre la prioridad de los créditos garantizados se puede encontrar en el Simposio, *Cornell Law Review*, 1997. Mi posición se fija en SCHWARTZ, Alan. “Priority Contracts and Priority in Bankruptcy”. *Cornell Law Review*, 1997.

⁴³ Ver WARREN, Elizabeth, nota 33, pp. 357-58.

estudiosos creen que las empresas no pueden hacer nada en la fase contractual para maximizar el monto que recuperen los acreedores en caso de insolvencia, aun cuando las empresas sean libres para contratar. En la visión convencional, dar a las partes esta libertad sería inútil porque el conflicto del acreedor y los costos de la transacción evitarían la contratación eficiente⁴⁴.

B. Las normas concursales deben proteger sólo a las partes con demandas actuales

Deben distinguirse dos preguntas. Primero, ¿debe un sistema concursal proteger a las partes que no tienen demandas actuales contra una empresa insolvente? Segundo, ¿hay buenos argumentos en la literatura actual en favor de proteger a estas partes? Este ensayo contesta la segunda pregunta. La primera pregunta es compleja, y dar una respuesta completa a ella está más allá del alcance de este ensayo. Así, los argumentos contra la protección de quienes no son acreedores comerciales se dirigen a la carga de prueba. A la luz de los fuertes argumentos en contra de la extensión de la protección concursal a las partes sin demandas actuales, el análisis de política regulatoria debe hacerse asumiendo que facilitar la habilidad de las empresas de vender su deuda es la única meta defendible de las normas concursales. Aquellos que creen que los sistemas concursales deben desempeñar funciones adicionales deben poner nuevos argumentos sobre la mesa⁴⁵.

C. La comunidad de intereses

Es innecesario que las normas concursales protejan a las comunidades cuando existen mercados amplios. En un mercado amplio, hay buenos sustitutos para la actuación de la empresa. La ciudad de Nueva York no sufre cuando una tienda de ropa cierra sus puertas. Por consiguiente, la protección de la comunidad es importante sólo cuando sea difícil para una comunidad reemplazar a la empresa insolvente. Sin embargo, las normas concursales no deberían intentar proteger a las comunidades incluso en este último caso, por eficiencia y por razones de equidad.

Para entender estas razones, fíjese en el conjunto de empresas insolventes cuyo valor en liquidación excede su valor en marcha. Todas estas empresas proporcionan beneficios a las comunidades en que ellas funcionan. Para un subconjunto de las empresas, estos beneficios exceden, en condiciones presentes de valor, la diferencia entre sus costos esperados y sus ingresos. Un gobierno local puede internalizar los distintos intereses que la desaparición de una empresa afectaría. Los frecuentes esfuerzos del gobierno por reestructurar las empresas y proteger las empresas domésticas contra las OPA's hostiles sugieren que las comunidades también puedan ser eficaces en contextos de insolvencia. Por ejemplo, una comunidad local podría proponer un plan de reestructuración por el valor de conservación de la empresa, bajo el cual la comunidad paga a los acreedores de la empresa la diferencia entre el valor en liquidación y el valor en marcha de la empresa y de esta manera subsidia la existencia continuada de la empresa. Así, las normas concursales son innecesarias para asegurar que una empresa permanecerá en su comunidad local si la existencia continuada de la empresa vale para la comunidad más de lo que le cuesta.

Ahora considere la práctica concursal de ayudar a las comunidades reestructurando algunas empresas cuyo valor en liquidación excede su valor en marcha. La objeción en términos de eficiencia a esta práctica es que sobrevivirá el conjunto de empresas equivocado. Las comunidades locales saben más que los jueces concursales sobre los beneficios públicos de salvar empresas particulares. Por consiguiente, las comunidades locales tomarán decisiones de continuación más exactas de las que tomarían las cortes. La objeción en términos de equidad a la práctica de reestructurar empresas para ayudar a las comunidades es que los costos recaen sobre los acreedores y las empresas mientras que los beneficios sobre las comunidades. Parecería más equitativo hacer que paguen aquellos que ganan. Por consiguiente, las normas concursales no deben intentar proteger el conglomerado de intereses - los proveedores futuros, los propietarios, etc. - que constituyen «la comunidad».

⁴⁴ Ver BRAUCHER, Jean. Op.cit., pp. 504-05; JACKSON, Thomas. "Bankruptcy, non bankruptcy entitlements, and the creditors bargain". Yale Law Journal, No. 91, 1982.

⁴⁵ Robert Rasmussen llega a las mismas conclusiones que este ensayo, pero a través de razones diferentes. Argumenta que la justicia social sólo requiere un sistema concursal que maximice eficientemente el retorno de los acreedores. RASMUSSEN, Robert. "An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice". University of Illinois Law Review, 1994. Ronald Mann recientemente le ha respondido que el contenido apropiado de un sistema concursal es una cuestión de política pública y no una pregunta de justicia, pero Mann no llega a conclusiones sólidas sobre los asuntos aquí discutidos. MANN, Ronald. "Bankruptcy and the Entitlements of the Government: Whose Money Is It Anyway?" New York University Law Review, No. 70, 1995. pp 993-1057. Frost sostiene que el sistema concursal no debe perseguir la redistribución porque las cortes concursales son institucionalmente incompetentes para ello. FROST, Christopher. Op.cit. pp. 122-135.

D. Los intereses de los trabajadores

Usar los sistemas concursales para proteger puestos de trabajo también es ineficiente. Para ver por qué, debemos comprender que se salvan puestos de trabajo cuando un sistema concursal reestructura empresas cuyo valor en marcha excede su valor en liquidación. Por consiguiente, existe un conflicto entre la meta de preservación del trabajo y la maximización de la recuperación del crédito concursal sólo con respecto a empresas cuyo valor en liquidación excede su valor en marcha. Encontrar que el valor en liquidación excede el valor de la empresa en marcha, sin embargo, es encontrar que los activos físicos de la empresa tienen un uso alternativo más valioso. Volviendo a los empleados, el capital humano de un trabajador tiene dos componentes: el capital humano específico en la empresa, que comprende habilidades que son más valiosas para la empresa que para el mercado en general, y el capital humano general, que comprende habilidades que son tan valiosas para el mercado como para la empresa. El hallazgo de que los activos físicos de la empresa pueden ser asignados a un uso de mayor valor implica que el capital humano de un trabajador también puede ser asignado a un uso mejor: si la empresa no es viable como una unidad, entonces las habilidades que sólo son productivas a la empresa como una unidad no vale los costos sociales que genera. Y es una cuestión indiferente, desde el punto de vista de la eficiencia, donde el capital humano general de un trabajador tiene un mayor valor. Por consiguiente, es ineficiente usar el sistema concursal para salvar puestos de trabajo.

Hay, sin embargo, involucradas cuestiones de eficiencia y equidad con respecto a los trabajadores desplazados por el sistema concursal. En lo que se refiere a la equidad, hacer que los trabajadores asuman los costos totales de las transiciones económicas puede ser inaceptable de un punto de vista distributivo. Con respecto a la eficiencia, los trabajadores desplazados deben moverse a las empresas que más valoran sus servicios, y lo deben hacer tan rápidamente como les sea posible. Estas cuestiones de eficiencia y equidad hoy son atendidas a través del seguro de desempleo, que subsidia la búsqueda de trabajo, de tal forma que un trabajador no tenga que tomar el primer trabajo disponible, y con la provisión a los trabajadores de información sobre el mercado laboral. Si la sociedad facilita hoy en día una mejor reasignación de trabajadores está más allá del alcance de este ensayo. En cambio, es posible destacar dos puntos: es ineficiente reestructurar empresas para salvar puestos trabajos, y

la sociedad tiene mejores medios que el sistema concursal para resolver los problemas de la transición de un empleo a otro. Como un ejemplo de la desventaja comparativa del sistema concursal, las cortes concursales no tienen acceso a la información sobre el mercado laboral local, a diferencia de las oficinas estatales de desempleo.

En resumen, de acuerdo con los valores que la mayoría de los americanos sostiene, la sociedad debe tener relación con la viabilidad de comunidades locales y con los costos de pérdida del trabajo. Las comunidades, sin embargo, pueden y deben subsidiar empresas cuya supervivencia es importante para ellas, y la sociedad puede responder a la pérdida de puestos de trabajo de maneras eficientes, mientras el sistema concursal no puede hacerlo. Por lo tanto, hasta que mejores argumentos sean puestos sobre la mesa, los cuestionamientos a la meta económica deben rechazarse: los sistemas concursales sólo deben funcionar para reducir los costos del crédito para las empresas.

E. Libertad contractual e insolvencia

Las normas concursales pueden reducir el costo del crédito no sólo creando sistemas concursales eficientes, sino también permitiendo a las partes contratar los sistemas que prefieran. Para empezar a entender por qué, es útil comparar las normas concursales con el derecho comercial general, donde la preocupación se centra en la eficiencia *ex ante* en lugar de en la eficiencia *ex post*. El derecho comercial tiene esta preocupación porque las partes ordinariamente pueden lograr la eficiencia *ex post* a través de la renegociación. Las partes normalmente diseñan sus contratos de compraventa antes de conocer el estado del mundo en el que planean llevar a cabo la transacción. Por ejemplo, un vendedor a veces estará de acuerdo en producir un producto antes de saber su costo de producción real. Ese costo es una función de variables que el vendedor puede controlar (por ejemplo, sueldos) y variables que el vendedor no puede controlar (por ejemplo, el precio del mercado que posteriormente tendrán algunos insumos). En forma similar, un comprador a veces estará de acuerdo en adquirir un bien antes de conocer el valor que tendrá en funcionamiento. Ese valor es una función de variables que el comprador puede controlar (por ejemplo, la cantidad que el comprador invierte en el contrato) y variables que el comprador no puede controlar (por ejemplo, la demanda en el mercado de reventa del comprador). Así, un contrato de compraventa eficiente maximiza la utilidad *ex ante* (o esperada) de las partes.

Este contrato puede resultar ineficiente cuando se conoce el verdadero estado del mundo. Por ejemplo, las partes pueden haber acordado transar veinte unidades a un precio p , pero como consecuencia de la disminución de la demanda, sería eficiente transar sólo diez unidades al precio p , o quizás veinte unidades a un precio más bajo que p . El vendedor en este ejemplo tiene un derecho legal para obtener que el comprador le adquiera veinte unidades a p (o tiene los daños y perjuicios que el comprador deberá pagarle si no lo hace), pero en la medida en que los costos de la transacción son bajos, la asignación de esta titularidad resulta irrelevante. Las partes modificarán el contrato - es decir, renegociarán sus términos - para permitirle al comprador adquirir menos unidades o pagar menos (y compensar al vendedor por la ganancia perdida), porque las partes pueden dividir el excedente creado por cambiarse a un acuerdo que es *ex post* eficiente. Por consiguiente, es innecesario que el derecho comercial se preocupe por la eficiencia *ex post*. Las partes tienen, en efecto, escogido su propio mecanismo para lograrlo. Este mecanismo es la renegociación, si eventos posteriores a la celebración del contrato lo modifican de alguna manera. El derecho comercial, en cambio, proporciona a las partes reglas supletorias que, por lo menos en la teoría, las dirige, en casos normales, hacia la eficiencia *ex ante*.

El derecho concursal difiere de otras áreas del derecho comercial porque la renegociación después de ocurrida la insolvencia es difícil. Los acreedores no pueden coordinar convenientemente sus esfuerzos de cobro de sus créditos, respetando la disposición apropiada de la empresa insolvente, porque hay a menudo muchos acreedores cuyos intereses pueden ser diversos⁴⁶. La empresa no tiene tampoco el poder legal para compeler a los acreedores para estar de acuerdo con ella. Un sistema concursal es necesario para facilitar la habilidad de las partes de renegociar hacia acuerdos que sean eficientes *ex post*.

El que las normas concursales deban preocuparse por la eficiencia *ex post* no implica la irrelevancia de la eficiencia *ex ante* como una meta de política regulatoria. Por ejemplo, asuma que diferentes sistemas concursales producirían resultados de renegociación distintos para una empresa particular y sus acreedores. Las normas concursales aparentemente deberían facilitar la habilidad de estas partes de

escoger el sistema concursal, y así lograr el resultado de renegociación que permita a la empresa obtener préstamos a más bajo costo. Esto plantea la pregunta de si es correcta la visión convencional de que las partes no estarían mejor coordinando *ex ante* los acuerdos sobre el sistema concursal, de lo que están coordinando *ex post* la renegociación del contrato.

II. CONTRATANDO LOS SISTEMAS CONCURSALES

A. Una introducción metodológica

El contenido que debe tener un sistema concursal óptimo es una pregunta de la teoría económica del contrato, por lo que los lectores deben ser introducidos a los problemas que esta teoría intenta resolver. La teoría se aplica cuando cualquiera de las dos siguientes imperfecciones del mercado se presenta: información oculta o acción oculta⁴⁷. Hay información oculta cuando una parte no conoce las características de sus potenciales contratantes. Por ejemplo, un vendedor que está considerando otorgar un período de garantía por el producto no sabe si un comprador en particular será un usuario intenso del producto, de tal forma que probablemente haga uso de la garantía, o un usuario ocasional. La tarea de la teoría de contrato es identificar el contrato que las partes celebrarán cuando una de ellas no conozca las características - en este ejemplo, los diferentes patrones de uso de los compradores - de la otra.

Este ensayo analiza una variante de la otra imperfección del mercado - la acción oculta. Una de las partes puede tomar una acción luego de celebrar un contrato desventajoso para la otra parte. Así, una empresa puede obtener recursos de los inversionistas para iniciar un proyecto, pero utilizar parte de este dinero para comodidades personales como la implementación de oficinas alfombradas. Este destino de los recursos obtenidos dañará a los inversionistas si la probabilidad de que el proyecto tenga éxito es una función de cuánto dinero se invierte en él. Si los inversionistas pudieran observar las acciones *ex post* de la empresa y demostrar en la corte que invertir en oficinas en lugar de invertir en máquinas reduciría la probabilidad de éxito del proyecto, entonces el problema de la teoría del contrato es insignificante: el contrato óptimo prohibirá a la empresa usar los fondos para nuevas oficinas.

⁴⁶ Un acreedor que no está de acuerdo con un la renegociación de un contrato puede presentar una demanda por su deuda o una solicitud de reconocimiento de créditos por la cantidad completa que se le debe. Esta dificultad para la renegociación es conocida como el *holdout problem*. Schwartz, Alan. "Bankruptcy workouts ...". Op.cit., pp. 596-597.

⁴⁷ MAS-COLELL, Andreu. "Microeconomic Theory". 1995. pp. 436-507.

En el mundo real, el problema de la teoría del contrato no es insignificante por dos razones. Primero, los inversionistas pueden no estar capacitados para observar a un costo razonable cómo la empresa está gastando su dinero, es decir, puede haber un acción escondida. Segundo, sería muy costoso diseñar contratos que prohíban ciertas acciones *ex post* y requieran otras. Para continuar con el ejemplo, construir nuevas oficinas no es la única manera en que una empresa puede evadir sus obligaciones. Los gerentes de la empresa podrían trabajar menos de lo que deberían o preparar el proyecto de la empresa para obtener ganancias ciertas pero menores en relación con una versión más arriesgada pero óptima. Prohibir en un contrato de préstamo el óptimo y cada sub-óptimo de las acciones de los administradores de la empresa sería muy costoso. Además, demostrar en la corte que una acción es sub-óptima - por ejemplo, que la empresa debió haber invertido en Venezuela en lugar de los Estados Unidos - sería difícil y costoso. Cuando el contrato de préstamo no puede exigir a la empresa un comportamiento óptimo, el problema de la teoría del contrato es identificar el contrato que inducirá las acciones óptimas.

Este ensayo se pregunta si las partes pueden contratar para usar el sistema concursal óptimo de acuerdo con su situación. Existe un problema contractual porque una empresa insolvente y sus acreedores pueden discrepar *ex post* sobre qué sistema concursal utilizar. Asumiendo que ya se produjo la insolvencia, los administradores y accionistas de la empresa preferirán el sistema concursal más adecuado para que la empresa sobreviva o para permitirles disfrutar los privilegios del control durante un tiempo más largo. Los acreedores preferirán el sistema que maximice el monto neto que esperan recuperar de la empresa insolvente, porque los acreedores sólo pueden recuperar ingresos monetarios.

Si las partes pudieran escoger el sistema concursal, y la empresa y sus acreedores esperan que cierto sistema sea óptimo para ellos, entonces el problema de la teoría del contrato es insignificante. Estas partes dise-

ñarán un contrato que exige a la empresa usar el sistema concursal eficiente en caso de insolvencia⁴⁸. El problema de la teoría del contrato es serio, sin embargo, porque el óptimo de un sistema concursal es estado-dependiente: bajo ciertos valores de los parámetros económicos *ex post*, sería eficiente liquidar la empresa, mientras que bajo otros valores, la reestructuración sería una mejor opción. Así, un acuerdo de préstamo que exija a las empresas a usar un sistema concursal que normalmente supone la reestructuración podría producir un resultado sub-óptimo. Un contrato relativamente simple, al parecer, podría exigir a la empresa a usar el «sistema de la reestructuración» cuando ciertas circunstancias se presentan y exigir otro sistema bajo circunstancias diferentes. La dificultad aquí, como en el ejemplo de la inversión, es determinar las circunstancias. La discusión sobre si las empresas deben reestructurarse o liquidarse sugiere que se trata de una decisión que debe tomarse caso por caso. Detallar en el contrato de préstamo todos los posibles hechos y sus implicancias sería muy costoso.

La contratación sobre el sistema concursal, por consiguiente, supone un complejo problema para la teoría del contrato. En consecuencia, el modelo que describiremos asume que las partes pueden contratar sobre el sistema concursal, pero no pueden diseñar contratos de la forma: «escoja el sistema A en las circunstancias siguientes; de otra manera, escoja el sistema B.» Este modelo apoya dos postulados. Primero, que existen una serie de contratos que inducirán a elecciones concursales óptimas. Segundo, prohibir a las partes celebrar estos contratos produce los perniciosos efectos descritos anteriormente. Las empresas podrían financiar más proyectos si tuvieran más libertad para contratar, y tendrían mejores incentivos para maximizar su valor.

B. El modelo⁴⁹

Hay tres obstáculos para el diseño de contratos concursales: una empresa puede tener numerosos acreedores; estos acreedores pueden prestar en momentos diferentes; y ellos pueden tener distintas preferencias sobre los sistemas concursales⁵⁰. El análisis

⁴⁸ Las empresas hoy en día se encuentran legalmente autorizadas para elegir entre la liquidación o la reestructuración, pero el poder equitativo de las cortes concursales les dan una oportunidad para modificar la elección de la empresa (ver nota adjunta 10). Las cortes, en la práctica, delegan una discreción sustancial a las empresas insolventes. Ver BAIRD, Douglas y JACKSON, Thomas. *Op.cit.*, p. 952. Una coalición de acreedores también se encuentra legalmente legitimada para elegir el destino de la empresa si lo hace antes que la insolvente, pero los altos costos de coordinación entre los acreedores aseguran que las empresas casi siempre elegirán primero. Así, este análisis asume que sólo las empresas insolventes eligen la reestructuración. BAIRD, Douglas y JACKSON, Thomas. *Op.cit.*, p. 952 (“la mayor parte de las solicitudes de insolvencia son voluntarias”).

⁴⁹ El análisis que sigue se encuentra en SCHWARTZ, Alan. “Contracting about bankruptcy”. *Journal of Law Economics & Organization* No. 13, 1997. p. 127.

⁵⁰ Ver AGHION, Phillipe. *Op.cit.*; Baird, Douglas. “The uneasy case ...”. *Op.cit.*; JACKSON, Thomas. “Bankruptcy – non- bankruptcy ...”. *Op.cit.*

empieza asumiendo que todos los acreedores de una empresa prestan al mismo tiempo y tienen las mismas preferencias sobre el sistema concursal. Con estas asunciones, el obstáculo de los numerosos acreedores se disipa, porque la empresa puede ofrecer el mismo contrato a todos. Esta parte intenta responder la pregunta sobre si las partes contratarían sobre los sistemas concursales bajo las condiciones supuestas, y cuáles serían los efectos de prohibir los contratos que las partes podrían celebrar. En esta misma parte sostendremos, más adelante, que las conclusiones alcanzadas inicialmente no cambian cuando se tienen en cuenta el otorgamiento secuencial de créditos y las preferencias heterogéneas de los acreedores.

Una empresa tiene un proyecto para seguir. En un momento denotado como t_0 , la empresa intenta pedir prestado el costo del proyecto en un mercado de capitales competitivo. El proyecto empezará en t_1 , y la empresa le devolverá a sus acreedores en t_2 si el proyecto tiene éxito. Si la empresa deviene en insolvente en t_2 , elegirá un sistema concursal en t_3 . El proyecto continúa durante el curso del sistema concursal escogido por la empresa, y los acreedores cobran sus créditos en t_4 . Asumiremos la existencia de dos sistemas concursales. El primero, denotado como R, es el actual sistema concursal del *Chapter 11* con dos excepciones: al contrario del régimen actual, el sistema R sigue estrictamente la prioridad establecida. Además, las partes son libres para elegir en el contrato de préstamo el sistema R o el otro sistema. Este sistema, denotado como "L", subasta en el mercado las empresas insolventes, o los activos de estas empresas, distribuyendo los beneficios de acuerdo con la prioridad establecida⁵¹.

El retorno monetario que la empresa recibe durante la insolvencia es una función del sistema concursal que la empresa eligió y de las circunstancias presentes cuando la empresa efectuó la elección. Bajo algunas circunstancias, será óptimo para la empresa usar el sistema R, y bajo otras circunstancias, L será mejor. Los acreedores pueden demostrar en las cortes cuánto dinero recibió la empresa mientras duró la insolvencia

en el sistema concursal escogido (los ingresos concursales son «demostrables»), y las partes pueden observar las circunstancias que se presentaron *ex post*. Así, las partes saben después de la insolvencia cuál de los dos sistemas concursales maximizará los retornos monetarios. Como en los ejemplos anteriores, sin embargo, las circunstancias *ex post* y su relación con lo que sería una elección concursal óptima son demasiado costosas de describir en un contrato. Así, los contratos de la forma «escojo R si ciertos hechos se presentan, pero de otra forma escojo L», se encuentran excluidos⁵². Las partes, sin embargo, pueden contratar sobre la base de una señal que tenga relación con el retorno que la empresa obtendría bajo cualquier sistema. La señal puede ser el desempeño de un índice económico relevante. Por ejemplo, los ingresos de una empresa en particular pueden tener una alta correlación positiva con el Índice de Precio del Consumidor (IPC). Luego, si la empresa deviene en insolvente cuando el IPC está cayéndose, la empresa probablemente debe liquidarse. Se asume que las partes pueden demostrar el significado de la señal en las cortes concursales (la actuación del IPC para el último semestre, por ejemplo). En consecuencia, las partes en nuestro modelo pueden diseñar un contrato que induzca a la liquidación si la empresa experimenta una debacle financiera cuando una señal como el IPC está cayendo⁵³.

Las partes también pueden escoger no contratar sobre el sistema concursal en el acuerdo de préstamo. En este caso, o bien la empresa escogerá el sistema que prefiere dadas las circunstancias que se presentan cuando deviene insolvente, o bien las partes renegociarán el contrato después de la insolvencia. Se asume que la empresa tiene todo el poder de negociación, porque los acreedores tienen dificultades de coordinación después de la insolvencia. Por consiguiente, la renegociación implica que la empresa haga una oferta a los acreedores para usar uno u otro sistema concursal, a cambio de la ganancia monetaria marginal completa que el uso del sistema óptimo traería consigo⁵⁴.

⁵¹ Una empresa es reestructurada cuando es vendida a sus actuales acreedores. Es decir, los acreedores reciben nuevas acciones en la empresa o nuevas formas de deuda, y los accionistas antiguos no reciben nada (si se respeta la prioridad absoluta). Una empresa es liquidada cuando es vendida en el mercado, como una unidad o pieza por pieza, y el producto de dicha venta es distribuido entre los acreedores. Una reestructuración toma mayor tiempo que una liquidación.

⁵² Tal vez deba ampliarse este punto. En la teoría contractual, la relación entre las circunstancias y la acción contractual óptima en esas circunstancias se denomina «correspondencia de la acción». Por ejemplo, la correspondencia de la acción puede requerirle al vendedor entregar 100 unidades si el comprador observa un incremento de la demanda y 50 unidades si el comprador enfrenta una depresión de la demanda. Para este problema, la correspondencia de la acción requeriría que la empresa escoja un sistema concursal si ciertos hechos existían antes de la insolvencia y que escoja el otro sistema si los hechos eran otros. Este artículo sostiene que sería demasiado costoso para las partes describir la correspondencia de la acción en contratos de préstamo. En consecuencia, mientras que las partes saben qué acción podría ser óptima *ex post*, sus contratos, careciendo de una correspondencia de la acción, no pueden requerir que la empresa tome esa acción.

⁵³ La contratación basándose en una señal es común en contextos comerciales. SCHWARTZ, Alan. "Relational contracts in the Courts". *Journal of Legal Studies*, 1992. pp. 284-290.

⁵⁴ La presunción del poder de negociación es efectuada porque es analíticamente conveniente y porque es realista dotar a la empresa de un poder de negociación considerable *ex post*.

Para entender cuándo las partes diseñarán contratos sobre el sistema concursal, confiarán en la renegociación para inducir una elección concursal óptima, o permitirán a la empresa escoger el sistema que prefiera, es necesario precisar el conflicto entre una empresa insolvente y sus acreedores. Las empresas generan ingresos monetarios, y sus accionistas y administradores pueden consumir los beneficios privados. Estos beneficios son el placer o el *status* derivados de dirigir la empresa, el excesivo consumo de ocio que el cargo eventualmente les permita, y la oportunidad de continuar cobrando un sueldo. En el lenguaje de la teoría del contrato, se asume que los beneficios privados no se pueden constatar. Es decir, las partes no pueden establecer en las cortes el valor monetario de estos beneficios, ni tampoco pueden demostrar que la empresa está efectuando un consumo excesivo de sus bienes. Como consecuencia, los acuerdos de préstamo, como en el ejemplo introductorio de la inversión, no pueden prohibir o regular los beneficios privados. Estos beneficios son la fuente principal de conflicto entre la empresa y sus acreedores.

En particular, porque los acreedores se encuentran legalmente legitimados para recuperar sus créditos cuando la empresa deviene en insolvente, los acreedores quieren que la empresa elija el sistema concursal que maximice los ingresos monetarios de la empresa. En contraste, desde que luego de la insolvencia la empresa no tiene legitimidad sobre los ingresos monetarios que perciba, la empresa prefiere el sistema concursal que le permita consumir la mayor parte de los beneficios privados. La empresa realiza una elección concursal óptima cuando escoge el sistema que maximiza la suma de los ingresos monetarios y los beneficios privados⁵⁵.

Cuando bajo cierto estado del mundo se obtiene un *ex post* denotado como \otimes_L , se asume que es óptimo para las partes usar el sistema concursal L; este sistema maximizará la suma de ingresos monetarios y los beneficios privados para estas partes. Cuando bajo el segundo posible estado del mundo se obtiene un *ex post* denotado como \otimes_R , será óptimo usar el sistema R. Así, una empresa que realice elecciones concursales óptimas escogerá el sistema L cuando las circunstancias sean \otimes_L , y escogerá el sistema R cuando las circunstancias sean \otimes_R . Las partes conocen la probabilidad que uno u otro de estos estados o circunstancias *ex post* se materialicen.

Los beneficios privados que la empresa puede obtener provienen de continuar con su proyecto. Es probable que estos beneficios sean mayores bajo el sistema concursal R, porque este sistema prefiere la reestructuración y así permite a la empresa sobrevivir intacta por un período mayor. Asumimos que la empresa obtiene mayores beneficios privados del sistema R cualquiera que sea el estado del mundo y el *ex post* que se obtenga - es decir, la empresa elegirá siempre el sistema R, a menos que se vincule *ex ante* por un contrato o *ex post* por una renegociación.

Recordemos que elegir el sistema L cuando se presentan las circunstancias \otimes_L maximiza la suma de ingresos monetarios y beneficios privados. Si la empresa, no obstante, obtiene mayores beneficios privados eligiendo el sistema R aun cuando se presenten las circunstancias denotadas como \otimes_L , debemos afirmar que los ingresos monetarios igual son maximizados por el sistema L dadas las circunstancias \otimes_L . En consecuencia, cuando se presenten *ex post* las circunstancias \otimes_L , la empresa insolvente y sus acreedores enfrentarán un conflicto: la empresa preferirá el sistema R - es decir, prefiere reestructurar -, pero los acreedores preferirán el sistema L - es decir, prefieren liquidar. Es más, si la empresa no se ha obligado a un sistema, ineficientemente elegirá el sistema R. En cambio, las preferencias de las partes están en armonía cuando se presentan las circunstancias \otimes_R . En este escenario, la empresa preferirá el sistema R, y en la medida en que R en este caso generará mayores ingresos monetarios que L, los acreedores preferirán R también. Así, el problema contractual de los acreedores es inducir a la empresa a escoger el sistema concursal L cuando las circunstancias *ex post* que se presentan son \otimes_L .

Antes de ver cómo este problema puede resolverse, debe completarse una descripción general de las circunstancias y de los incentivos de las partes. Se asume que todas las partes son neutrales al riesgo. Los acreedores sólo se preocupan de los ingresos monetarios, pero las empresas se preocupan sobre éstos y sobre los beneficios privados, porque ambos son sustitutos; un acuerdo de préstamo puede compensar a la empresa con dinero para beneficios privados. El retorno esperado de los acreedores bajo cualquier acuerdo de préstamo es de cero, porque se asume que los mercados de crédito son competitivos. Finalmente, los administradores de la empresa representan de manera perfecta los intereses de los accionistas⁵⁶. Las etapas de este juego se ilustran en la figura 1.

⁵⁵ No se toman en cuenta los contratos que permiten escoger el sistema concursal.

⁵⁶ GERTNER, Robert y SCHARFSTEIN, David. "A theory of workouts and the effects of reorganization law". *Journal of Finance*, No. 46, 1991.

Recuerde que “s” es la porción del porcentaje del retorno monetario de la insolvencia que el contrato de renegociación a prueba permite a la empresa guardar. El primer término del lado izquierdo de la inequación es el pago que recibe la empresa por escoger el sistema concursal óptimo L en las circunstancias \textcircled{L} , y el primer término del lado derecho es el pago monetario de la empresa si hace una elección sub-óptima. El segundo término del lado izquierdo representa los beneficios privados que la empresa obtiene si escoge el eficiente sistema L en las circunstancias \textcircled{L} , y el segundo término del lado derecho representa los mayores beneficios privados que la empresa obtendría de escoger el sistema subóptimo. El lado izquierdo de la inequación excederá el lado derecho si el monto correspondiente a la empresa del relativamente alto retorno monetario producto de la elección óptima compensa los menores beneficios privados de aceptar la liquidación.

Resolviendo esta inequación para s^* , el monto de renegociación óptimo, obtendremos:

$$s^* = \frac{b_{L,R} - b_{L,L}}{y_{L,L} - y_{L,R}}$$

Esta ecuación muestra que el “soborno” óptimo es más bajo cuando la empresa no puede ganar beneficios privados significativamente mayores por escoger mal ($b_{L,R} - b_{L,L}$ es pequeño), y cuando el retorno monetario marginal de escoger correctamente es grande ($y_{L,L} - y_{L,R}$ es grande). El razonamiento que está debajo del resultado anterior debería ser obvio. En cuanto al último, cuando el retorno marginal de escoger óptimamente es grande, la empresa necesita que le den una porción más pequeña de él para inducir una buena conducta⁵⁹.

Una implicancia inmediata de este análisis es que la posibilidad de riesgo moral puede impedir a la empresa financiar algunos proyectos. Si a la empresa le deben dar una porción del retorno concursal para inducir una conducta óptima, la empresa puede prometer creíblemente reembolsar menos dinero cuando sea insolvente del que podría prometer reembolsar si la empresa siempre se comportara óptimamente. Mientras menor sea el pago a los acreedores en caso de

insolvencia, menos será lo que ellos prestarán y algunos proyectos de valor positivo que serían llevados a cabo si los acreedores pudieran controlar directamente la empresa no serán llevados a cabo cuando la empresa deba ser “sobornada”. La magnitud de la incapacidad de una empresa para llevar a cabo los buenos proyectos y la contribución de los contratos concursales para reducirla se comprenderá mejor con un ejemplo⁶⁰.

Los ejemplos que siguen asumen que la empresa tiene a su disposición un proyecto que devolverá \$260 si tiene éxito. Si el proyecto falla, y si la reestructuración fuera óptima, el retorno monetario de la reestructuración sería \$180; si la liquidación fuera óptima en caso el proyecto fracase, el retorno de la liquidación sería \$120. La probabilidad de que el proyecto tenga éxito es de 0.8. En caso el proyecto fracase, la probabilidad de que la reestructuración sea óptima es de 0.3. La probabilidad de reestructuración se ha escogido relativamente baja porque es a menudo eficaz liquidar las empresas insolventes. Si la empresa siempre eligiera voluntariamente el procedimiento concursal óptimo sin ser “sobornada”, el proyecto tendría un valor esperado de:

$$E(R) = .8 \times \$260 + .2 \times (.3 \times \$180 + .7 \times \$120) = \$235.60$$

El primer término en el lado derecho de esta ecuación es el valor esperado del retorno de la empresa solvente; el segundo término es el valor esperado del retorno de la insolvencia si la empresa eficientemente escogiera el sistema R en \textcircled{R} y el sistema L en \textcircled{L} . El retorno esperado del proyecto sería entonces \$235.60, y el proyecto tendría un valor presente neto positivo si llevarlo a cabo costó menos que el monto señalado. En este modelo, sin embargo, la empresa algunas veces realizará una elección sub-óptima del sistema concursal (escogerá el sistema R cuando L sería eficiente), y esto causará que el retorno esperado del proyecto caiga por debajo de los \$235.60.

Para ver cómo un contrato concursal puede enfrentar este problema, permitamos que la empresa obtenga beneficios privados de \$40 si las circunstancias fueran \textcircled{L} y la empresa escogiera el sistema concursal L, y permitamos que la empresa obtenga beneficios priva-

⁵⁹ Para esclarecer lo que va a ocurrir, la empresa puede predecir los beneficios privados que puede recibir más tarde de la insolvencia y su retorno monetario esperado. En consecuencia, la empresa puede calcular el soborno óptimo, s^* , a ser incluido en el contrato. La empresa ofrecerá a los acreedores un contrato con un soborno de s^* cuando este contrato maximice el retorno esperado de los acreedores en un circunstancias de insolvencia.

⁶⁰ Los contratos aquí considerados no hacen del porcentaje del retorno monetario que la empresa es permitida de mantener—el soborno—una función del sistema la empresa escoge. Contratos más complejos variarían a veces el soborno con el sistema escogido. Es innecesario considerar estos contratos aquí. Si prohibir los contratos simples es ineficiente, como se demuestra más adelante, se sigue que la prohibición de contratos óptimos más complejos es también ineficiente.

dos de \$70 si, en cambio, escogiera el sistema R. La empresa escogería R a menos que le pagaran para no hacerlo. Además, si la empresa ineficientemente escogiera el sistema R en circunstancias Θ_L , el retorno monetario de la reestructuración se caería a \$30. Usando la ecuación para el s^* anterior, le tendrían que pagar a la empresa un tercio del retorno concursal para inducir una elección concursal óptima. Este "soborno" reduce la cantidad disponible para los acreedores en la insolvencia, con el resultado de que la empresa puede prometer reembolsar a los acreedores a lo sumo \$226.49⁶¹. Por lo tanto, si el proyecto de la empresa cuesta entre \$226.50 y \$235.59, no podría financiarse.

Este ejemplo nos enseña dos lecciones. Primero, un contrato de renegociación a prueba inducirá a la empresa a escoger el sistema concursal más eficiente. El contrato es de renegociación a prueba porque la empresa hace mejor eligiendo eficientemente y aceptando ser "sobornada", que eligiendo ineficientemente. En la medida en que el contrato siempre induce a la empresa a escoger óptimamente, el retorno de los acreedores se maximiza y nadie tiene incentivos para renegociar. En cambio, después de la insolvencia la empresa escogerá el sistema concursal óptimo y, porque el contrato es ejecutable, las cortes permitirán a la empresa guardar la porción contractualmente especificada de ingresos monetarios que el sistema genere. La segunda lección es que puede haber subinversión aún con la posibilidad de contratar libremente: la empresa puede ser incapaz de financiar un proyecto de valor positivo debido al riesgo moral⁶².

2. Los contratos de renegociación

La empresa también podría ofrecer a los acreedores un contrato en el que no se trate sobre el sistema concursal. Tal contrato no pagaría a la empresa un "soborno" para escoger el sistema concursal óptimo (es decir, $s^* = 0$). Si se presentan las circunstancias Θ_R después de la insolvencia, la empresa escogería voluntariamente el sistema R por las razones expuestas. En la medida en que el soborno es igual a cero, los acreedores podrían guardar el retorno monetario total que el uso del sistema óptimo generaría. Por otro lado, bajo las circunstancias Θ_L , la empresa

también escogería el sistema R a menos que los acreedores la sobornaran en una renegociación para que escoja el sistema óptimo L. Asumimos aquí que la empresa tiene todo el poder de negociación y que podría capturar todo el retorno marginal de hacer una elección concursal eficiente. En nuestro ejemplo, ésa sería la diferencia entre el óptimo retorno de la liquidación bajo las circunstancias Θ_L y el sub óptimo retorno de la reestructuración bajo las circunstancias Θ_L ($\$120 - \$30 = \$90$). En los valores para estos parámetros, un contrato de renegociación produciría una ganancia esperada para los acreedores de:

$$E(R) = .8 \times \$260 + .2 (.3 \times \$180 + .7 \times \$30) = \$223.00.$$

El primer término dentro de los paréntesis indica que los acreedores se quedan con todo el retorno monetario cuando se presenten las circunstancias Θ_R y la empresa escoge voluntariamente el sistema R; el segundo término refleja la habilidad de la empresa de mantener el total de la renta de la renegociación (\$90) cuando las circunstancias Θ_L ocurran.

3. Los contratos de renegociación a prueba parciales

Un contrato de renegociación a prueba parcial estaría condicionado en una señal que se correlacione con las circunstancias de la insolvencia de la empresa. Denotemos esta señal como "v" y asumamos que un valor alto para v señala una probabilidad creciente de que la empresa está bajo las circunstancias Θ_R , en que la empresa escogería el sistema concursal óptimo voluntariamente, mientras un valor bajo para v señala una probabilidad creciente de que la empresa está bajo las circunstancias Θ_L , en que tendría que ser sobornada para hacer una elección óptima. Un contrato de renegociación a prueba parcial pagaría un soborno de cero si se observa un valor alto para v cuando la empresa deviene en insolvente y un soborno de $s^*_v > 0$ si se observa un valor bajo para v. Las partes sólo renegociarán este contrato si se observa un valor alto para v y, sorprendentemente, se presentan las circunstancias Θ_L . En este caso, como el contrato no paga ningún soborno, los acreedores deben renegociar para inducir a la empresa a escoger el sistema concursal eficiente.

⁶¹ Cuando la empresa mantiene un tercio del retorno monetario de la insolvencia y escoge así el sistema concursal óptimo, el máximo retorno esperado para los acreedores llegue a ser de:

$$E(R) = .8 \times \$260 + [0.67 \times .2 \times (.3 \times \$180 + .7 \times \$120)] = \$226.49.$$

Los términos entre corchetes reflejan la elección de la empresa del sistema concursal óptimo, pero el retorno monetario que los acreedores reciben se debe multiplicar por dos tercios, porque a la empresa se le da un tercio de ese retorno como un incentivo para que realice una elección óptima.

⁶² La inversión es subóptima comparada con el caso en el que los acreedores saben y pueden probar en la corte cuál es la elección concursal eficiente de la empresa.

Los contratos de renegociación a prueba parciales son mejores cuando la señal es altamente informativa. En este caso, las partes raramente tendrán que renegociar bajo las circunstancias Θ_L cuando la renegociación perjudicaría a los acreedores. Para ver cómo tal contrato funcionaría, asumamos los valores del ejemplo anterior, y permitamos que β_R sea la probabilidad de que la empresa se encuentre bajo las circunstancias Θ_R cuando v_{alto} se observe, y β_L sea la probabilidad de que la empresa esté bajo las circunstancias Θ_R cuando v_{bajo} se observa. Asumamos que la señal es altamente informativa: $\beta_R = 0.9$ y $\beta_L = 0.1$. Entonces, usando los valores del ejemplo anterior, el retorno de los acreedores bajo un contrato de renegociación a prueba parcial es de \$235.30⁶³. Este contrato casi reproduce el resultado de información completa: bajo el contrato, la empresa sería sólo incapaz financiar proyectos entre que le costaran entre \$235.31 y \$235.60.

4. Los efectos de impedir la celebración de contratos concursales

La prohibición legal de contratar sobre los sistemas concursales es ineficiente, porque la prohibición siempre exige a las partes usar los “contratos de renegociación” aún cuando otros contratos generarían valores esperados superiores para los acreedores⁶⁴. El cuadro 1 ilustra el valor máximo que la empresa podría prometer a los acreedores si siempre se pudiera comprometer voluntariamente a escoger el sistema óptimo y bajo los tres contratos considerados anteriormente.

Elección voluntaria óptima	\$ 235.60
Contratos de renegociación a prueba parciales	\$ 235.30
Contratos de renegociación a prueba	\$ 226.49
Contratos de renegociación	\$ 223.00

Las normas actuales no hacen exigibles los primeros dos contratos, que pagan sobornos para inducir a las empresas a realizar elecciones concursales óptimas. La ley obliga a las partes a usar el contrato de renegociación, que no menciona nada sobre la insolvencia, confiando, en cambio, en la renegociación *ex post* para lograr la elección eficiente. El cuadro 1 muestra que las partes a veces evitarían los contratos

de renegociación a favor de alguno de los contratos concursales, si tuvieran la opción de hacerlo. La prohibición legal de contratar libremente exacerba el problema de la sub-inversión: las empresas hoy no pueden financiar proyectos que podrían financiar si la prohibición fuera derogada.

La prohibición, adicionalmente, empeora el incentivo de empresas para maximizar el valor del proyecto. Como las empresas no pueden contratar sobre los procedimientos concursales, a veces no podrán ofrecer a los acreedores los contratos que maximizan los pagos por insolvencia a los acreedores. En consecuencia, las empresas deben pagar demasiado por el financiamiento cuando los proyectos son consolidados. Cuando las empresas deben compartir parte del retorno con los acreedores, no invertirán en esfuerzo hasta que el costo marginal iguale la ganancia marginal⁶⁵.

5. La elección entre la renegociación y el contrato

A pesar de la comparación numérica efectuada, las partes a veces preferirán el contrato de renegociación. Esta preferencia se presenta cuando el valor esperado de escoger la reestructuración - el sistema R - en “circunstancias de reestructuración” es alto. La reestructuración tendrá un valor esperado alto cuando hay una probabilidad alta de que se presenten las circunstancias de reestructuración o cuando el pago en ella sea relativamente mayor al retorno de la liquidación. Un contrato de renegociación maximiza el retorno esperado por insolvencia de los acreedores cuando se presentan estas condiciones, porque la empresa escogerá la reestructuración voluntariamente; no necesita ser sobornada. Por consiguiente, los acreedores podrían apropiarse de la totalidad del retorno de la reestructuración, y esto será mejor que un contrato que pagaría un soborno a la empresa para escoger óptimamente no importa qué circunstancias *ex post* se presenten. Recíprocamente, cuando la probabilidad que la empresa esté bajo “circunstancias de liquidación” es alta, o cuando el retorno de la liquidación sea relativamente mayor que el retorno de la reestructuración, los acreedores estarán mejor bajo un contrato que soborna a la empresa para que elija el sistema de liquidación L. Tal contrato reserva a los acreedores alguna porción del retorno de la liquidación, mientras

⁶³ El retorno esperado de los acreedores bajo un contrato parcial de renegociación a prueba es:

$qz + (1-q) \{p_r [l_r y_{rr} + (1-l_r) (1-s^*_r) y_{rr}] + p_L [0 + (1-l_L) (1-s^*_L) y_{LL}]\}$.

⁶⁴ El equilibrio único que se presenta cuando los contratos concursales son inexigibles da por resultado que las partes no celebran estos contratos.

⁶⁵ Un buen sistema de concursal logra disciplinar a los gerentes porque el gerente que elude sus responsabilidades o que de alguna otra manera hace mal sus labores, pierde su trabajo.

que si las partes tuvieran que renegociar *ex post* al sistema L, no conseguirían nada de este retorno. Por tanto, la prohibición actual sobre contratos concursales muerde sólo en algunos casos.

D. Barreras a los contratos concursales

La conclusión de que es ineficiente prohibir la contratación sobre el sistema concursal tendría sólo un interés teórico si existieran obstáculos prácticos que impidieran a las partes celebrar contratos concursales. Un posible obstáculo para celebrar estos contratos es que una empresa puede tener muchos acreedores. Sin embargo, este obstáculo no es serio, porque la empresa puede ofrecer los contratos a los acreedores, y ofrecería a todos los acreedores el contrato eficiente con respecto a la insolvencia. Un obstáculo posiblemente más serio es un problema de coordinación intertemporal, porque los acreedores a veces prestan en momentos diferentes, mientras los parámetros que determinan qué contrato sería óptimo pueden variar con el tiempo⁶⁶. Otro obstáculo posiblemente serio es que los acreedores de una empresa pueden tener preferencias incoherentes acerca de los sistemas concursales. Si ello es así, no hay algún contrato que todos aceptarían. Esta sección sostiene que las partes pueden superar estas barreras con un poco de ayuda de la ley. Como los contratos concursales son actualmente ilegales, no existen datos sobre contratos reales que puedan apoyar este argumento. La meta aquí es hacer creíble que, si fueran permitidos, los contratos concursales ocurrirían.

1. La coordinación intertemporal

Un grupo determinado de contratos logrará los resultados descritos aunque los acreedores presten dinero en momentos diferentes⁶⁷. Para describir estos contratos supongamos que una empresa tiene dos acreedores, el primero de los cuales le presta a la empresa en t^0 , como en el modelo descrito en el punto II.B. Asumamos que en t^0 es conveniente usar un contrato de renegociación a prueba, que pagaría a la empresa s^* del retorno concursal por escoger el sistema concursal óptimo. El acreedor inicial tiene un incentivo para firmar este contrato, aunque los parámetros que determinan el

soborno óptimo pueden variar con el tiempo. Esto es porque en un mercado eficiente, el valor estimado que s^* tomará en t^2 , cuando las variables concursales relevantes son finalmente comprendidas, es el valor de s^* estimado para t^{068} . La empresa puede asegurar el consentimiento del acreedor al contrato de renegociación a prueba ofreciéndole dos "cláusulas de conversión" que pondrían al día el contrato del acreedor cuando lleguen otros acreedores.

Para ver cómo éstas cláusulas de conversión funcionarían, asumamos que un segundo acreedor llega en t^1 y que continúa siendo óptimo usar un contrato de renegociación a prueba. El acuerdo de préstamo entre la empresa y el segundo acreedor contemplará el pago de un soborno que será determinado por los valores esperados de los parámetros en t^1 . El segundo acreedor firmará el contrato porque el acuerdo le asegurará un retorno normal. La primera cláusula de conversión en el contrato con el acreedor inicial dispondrá que si el soborno que los parámetros de t^1 implican difiere del soborno que implicaron los parámetros en t^0 , el soborno en el primer contrato se convertirá al soborno en el segundo contrato. El primer acreedor aceptaría un contrato con este rasgo porque el soborno óptimo para él no variará en expectativa, y también porque el acreedor inicial siempre quiere que la empresa realice una elección concursal óptima. Las cláusulas de conversión también aseguran que los contratos de la empresa serán consistentes: a partir de la insolvencia, todos los contratos tendrán el mismo soborno.

Parece haber mayor causa para la preocupación si el tipo de contrato de préstamo que resultó ser óptimo en t^1 difiere del contrato que inicialmente era óptimo. Por ejemplo, suponga que los parámetros en t^1 implican un contrato de renegociación en lugar del contrato de renegociación a prueba que el primer acreedor firmó. La empresa quiere ofrecerle al segundo acreedor el contrato actualmente óptimo. La consistencia entre los contratos de la empresa puede lograrse con una segunda cláusula de conversión que dispone que el contrato del acreedor inicial se convertirá (sólo en lo que respecta a la insolvencia) al tipo de contrato que es actualmente óptimo para la empresa. Si se vuelve óptimo para la empresa ofrecerle al segundo acreedor

⁶⁶ El que la liquidación o la reestructuración sean óptimas depende, por ejemplo, del ciclo del negocio. Si la industria del deudor está deprimida, entonces las ventas en el mercado pueden traer pocas ganancias y es difícil financiarla, lo que implica que es óptima una reestructuración. La liquidación puede ser mejor cuando los tiempos son buenos. Así, un contrato concursal que inducía la liquidación podría convertirse en anticuado por los eventos.

⁶⁷ Se asume que las partes se encuentran simétricamente informadas sobre el retorno actual y el retorno esperado del proyecto y del real estado del mundo.

⁶⁸ Formalmente, el valor esperado del soborno óptimo iguala el valor esperado en t^0 más un término erróneo con significado cero: $E(s^*(t^2)) = s^*(t^0) + e$, donde $E(e) = 0$.

un contrato de renegociación, el contrato del acreedor inicial también convertirá en un contrato de renegociación. El acreedor inicial aceptaría un contrato con esta cláusula de conversión porque la empresa cambiaría sus contratos sólo si el nuevo contrato les daría a los acreedores un retorno esperado mayor. La empresa ofrecería la cláusula de conversión porque se beneficia de la flexibilidad para cambiar los contratos cuando cambian las condiciones económicas.

Una posible objeción a estos resultados es que, en lo que se refiere al contrato de renegociación a prueba, la empresa estratégicamente no disminuiría el soborno óptimo s^* en el contrato con el segundo acreedor, aunque las circunstancias hagan que un soborno más bajo sea eficiente. El desincentivo para disminuir s^* en el contrato con el segundo acreedor es que la cláusula de conversión requeriría disminuir s^* para el acreedor inicial también. La empresa a veces estaría mejor con un retorno concursal más alto que un s^* mayor en todos los contratos produce que con un grupo de contratos secuencialmente eficientes. Esta forma de conducta estratégica daría como resultado que la empresa recibiría más en la insolvencia por escoger el sistema óptimo de lo que sería estrictamente necesario para garantizar la elección óptima; pero éste es sólo un traslado de riqueza. La conducta estratégica sería un problema, sin embargo, si el acreedor inicial se anticipara a esta posibilidad y se negara a firmar un contrato concursal. El acreedor inicial podría pensar que la empresa siempre aceptaría la cláusula de conversión cuando el soborno óptimo aumente, pero no cuando disminuya. Como consecuencia, s^* sería propenso a aumentar, pero en una magnitud que sería difícil de anticipar. Un acreedor que esperase que el soborno aumentara imprevisiblemente podría negarse a firmar un contrato concursal.

Esta forma de conducta estratégica sería rara por dos razones. Primero, el soborno óptimo normalmente no cambiaría con el tiempo. Para ver por qué, recordemos la expresión para s^* :

$$s^* = \frac{b_{L,R} - b_{L,L}}{Y_{L,L} - Y_{L,R}}$$

El soborno óptimo cambiaría si la empresa consumiera relativamente más o menos beneficios en una reestructuración ineficiente de los que originalmente tenía pensado ($b_{L,R} - b_{L,L}$ cambia), o el relativo atractivo monetario de la liquidación sobre la reestructuración, asumiendo que la liquidación es eficiente, inesperadamente varía ($Y_{L,L} - Y_{L,R}$ cambia). Respetando lo anterior, la causa más probable de un cambio en los beneficios privados es un cambio en el tamaño de la

empresa: hay más beneficios privados en ejecutar las empresas grandes que las empresas pequeñas. En nuestro modelo, la empresa se presta del segundo acreedor mientras todavía es solvente. La diferencia del beneficio privado se encogería (s^* disminuiría) si la empresa fuera materialmente más pequeña en t^1 que en t^0 , pero es difícil reconciliar tal encogimiento con la solvencia. Hay mayores probabilidades de que la empresa tenga el mismo tamaño que cuando pide prestado de nuevo.

El soborno óptimo también disminuiría si el relativo atractivo financiero de liquidación aumentara, pero es difícil ver cómo pasaría eso. La liquidación es relativamente más atractiva que la reestructuración cuando la empresa tiene activos que valen tanto en el mercado como en la empresa – el capital de la empresa es principalmente físico. Por lo tanto, si el segundo proyecto de la empresa inesperadamente difiere del primero - por ejemplo, si una empresa de software de computadora sorprendentemente inicia un negocio de herramientas- entonces la liquidación generaría relativamente una mayor ganancia financiera que la reestructuración (s^* disminuiría). Esta perspectiva también es improbable porque las empresas tienden a realizar actividades relacionadas (la empresa de software podría pedir prestado para financiar el desarrollo de un nuevo programa de computación). Las empresas, por consiguiente, raramente tendrían incentivos para realizar una conducta estratégica como la descrita anteriormente porque es improbable que el soborno óptimo disminuya en el período en que el crédito inicial permanece impago y la empresa pide prestado más dinero.

La empresa probablemente tampoco se comportaría estratégicamente porque la conducta puede ser improductiva. La ganancia de la conducta estratégica para la empresa es un pago concursal mayor. La pérdida proviene de que la empresa tiene que ofrecer un contrato ineficiente al segundo acreedor, con lo que deja de maximizar el pago de insolvencia de este acreedor. Por consiguiente, el segundo acreedor le prestará menos dinero. Como resultado, la empresa tendría que llevar a cabo su segundo proyecto en proporciones ineficientemente menores o consagrar recursos que podrían usarse en otra parte para financiar el proyecto. La ganancia concursal debe sopesarse con la probabilidad de insolvencia y la pérdida de financiamiento con la mayor probabilidad de solvencia. Además, los ingresos de solvencia en términos absolutos son mayores que los ingresos de insolvencia. Por consiguiente, los costos esperados para la empresa de ofrecerles a los acreedores tardíos contratos ineficientes al parecer a menudo pesarían más que las ganancias.

En resumen, la presencia de numerosos acreedores que prestan en momentos diferentes no evitaría la contratación concursal. La barrera de la difícil coordinación caería porque la empresa acuerda con cada acreedor y, de esta forma, puede coordinar el contrato concursal. La barrera de coordinación intertemporal caería porque existe un grupo de contratos secuencialmente eficientes que respetan la insolvencia. Éste grupo de contratos sería la estrategia de prueba en el caso usual.

2. Conflicto entre acreedores

Los acreedores sólo se preocupan de los ingresos monetarios, por lo que estarían de acuerdo en contratos que inducen a las empresas a escoger el sistema concursal que maximiza los ingresos monetarios. Sin embargo, tal acuerdo raramente podría lograrse hoy, porque el sistema concursal americano actual no respeta la prioridad absoluta. En cambio, el sistema de liquidación (*Chapter 7*) respeta la prioridad absoluta mucho más que el sistema de reestructuración (*Chapter 11*). En el *Chapter 7*, se designa un liquidador que tiene por tarea convertir los activos de la insolvente en dinero en efectivo y pagar el dinero en efectivo a los acreedores. La empresa no tiene poder para influir en este proceso. En contraste, las empresas operan bajo su propia dirección durante la reestructuración y pueden manipular el proceso para cambiar la riqueza hacia ellos⁶⁹. Como consecuencia, los acreedores mayoritarios normalmente prefieren usar el *Chapter 7* aún cuando la liquidación no sea eficiente, mientras los acreedores menores normalmente prefieren usar el *Chapter 11*, aún cuando la reestructuración no sea eficiente. Los acreedores en nuestro modelo tendrían preferencias similarmente contradictorias entre los sistemas L y R si ellos esperaran que ambos sistemas variasen el orden en que sus créditos serían pagados, y este conflicto dificultaría la celebración de contratos concursales. El modelo asume que este conflicto no se presenta suponiendo que los sistemas R y L exigen que se pague en el orden de prioridad. Hay una razón normativa adicional, por consiguiente, para preferir los sistemas concursales que respetan la prioridad absoluta: si cada uno de los posibles sistemas hace esto, se quitaría una gran barrera para celebrar contratos concursales.

Puede haber otras dos fuentes de conflictos entre acreedores. Para entender la primera de ellas, es útil empezar asumiendo que todos los acreedores serán pagados a prorrata. Bajo esta regla distributiva, cada acreedor recibe una suma que se determina multiplicando el retorno concursal de la empresa por la proporción de la particular acreencia del acreedor respecto del total de la deuda de la empresa. La cantidad que el acreedor prestó y la deuda total de la empresa se fija con la insolvencia, y también se fija la proporción que determina lo que el acreedor recibe. Dada una proporción de pago fija, la variable que es relevante para el acreedor es el retorno monetario de la empresa durante el procedimiento concursal. Este análisis supone que cuando se paga a los acreedores a prorrata, no hay ningún conflicto entre ellos: cada acreedor quiere que la empresa elija el sistema concursal que maximiza el retorno monetario.

Esta preferencia continuaría existiendo en la mayoría de los casos si los acreedores de la empresa ostentan créditos desiguales. Si la prioridad absoluta se respeta, los acreedores menores preferirían que la empresa escoja el sistema que maximiza el retorno monetario, porque ellos no reciben nada hasta que se pague por completo a los acreedores mayoritarios⁷⁰. En lo que respecta a acreedores de primeros órdenes, ellos también preferirían que la empresa escoja el procedimiento óptimo si se le pagara menos que el total de su acreencia bajo cualquier sistema (L o R). Un acreedor de primeros órdenes sería indiferente a la elección concursal de la empresa, si se le pagara por completo bajo ambos procedimientos. Tal acreedor no incurriría en el costo de un soborno concursal para inducir a la empresa a escoger óptimamente. Un acreedor preferente que espera ser pagado por completo sin tener en cuenta el sistema concursal que la empresa insolvente escoja, sin embargo, tendría un crédito menos riesgoso, y esto es raro. En nuestro análisis, por tanto, si los sistemas L y R respetan la prioridad absoluta, el conflicto entre acreedores raramente existiría: cada acreedor estaría deseoso de sobornar a la empresa para escoger el sistema óptimo excepto los acreedores preferentes que tendrían el crédito menos riesgoso.

⁶⁹ Ver 11 U.S.C. 1107, 1121 (a)-(c) 1994.

⁷⁰ Denotemos el retorno monetario de la empresa bajo un sistema de concursal como y_i , donde i forma parte tanto del sistema R como del L. Asumamos que la empresa tiene dos acreedores, uno mayor que el otro. El pago de insolvencia del acreedor mayor es p_j y del acreedor menor es p_i . Entonces, $p_j = \max(y_i - p_i, 0)$. Al acreedor mayor se le paga primero, de tal forma que el acreedor menor recibe lo que queda o cero. Por lo tanto, el acreedor menor quiere que la empresa escoja cualquier sistema que maximice el retorno monetario y_i ; sólo este criterio para la elección de sistema maximizará el retorno monetario esperado del acreedor menor.

Los acreedores comerciales, sin embargo, a veces compartirían la preferencia de la empresa por el sistema R, incluso cuando R es ineficiente, porque la empresa puede operar durante un mayor tiempo bajo un sistema de reestructuración⁷¹. Un acreedor comercial puede preferir R si la empresa se liquidara gradualmente bajo el sistema L y la empresa sería difícil de reemplazar para el acreedor. El acreedor, quizás, podría ganar más en nuevas transacciones con la empresa durante la vigencia del intento de una costosa reestructuración de lo que perdería teniendo su acreencia pre concursal cobrada bajo un sistema ineficiente. Los acreedores comerciales que se anticiparon prefiriendo el sistema R en todos los casos no tendrían interés en sobornar a la empresa para escoger el sistema L, aun cuando L sea óptimo para los acreedores como un grupo. Entonces muchos acreedores comerciales que prefieren no contratar por L por las razones expuestas, podrían evitar la contratación concursal óptima.

El actual Código Concursal amarra a los disidentes minoritarios a un procedimiento de reestructuración preferido por una mayoría, para evitar este tipo de conductas de minoritarios que no quieren el contrato óptimo para el grupo (la legislación trata de evitar el "holdout problem")⁷². Por razones similares, un acreedor comercial que prefiere un contrato concursal ineficiente también debe vincularse con la elección concursal que *ex ante* la mayoría prefiere. La libertad contractual no debe usarse para prevenir la contratación eficiente⁷³.

En suma, si la prohibición para contratar sobre los sistemas concursales fuera derogada y la regla de la mayoría gobernara el proceso de contratación, el sistema norteamericano actual haría una mejor contribución a la maximización del bienestar social. La opinión de la Comisión Revisora Concursal de que la prohibición actual sobre la contratación concursal debe mantenerse es, por consiguiente, decepcionante⁷⁴. La Comisión dio tres razones poco satisfactorias

para esta recomendación. Primero, notó que las acciones de cobro de los acreedores son a veces restringidas, por lo que las restricciones concursales son consistentes con un compromiso a la libertad contractual⁷⁵. Este argumento sólo es válido si las restricciones a las acciones de cobro son justificadas, asunción que es cuestionable⁷⁶ y que no se defendió en el informe de la Comisión. Hay también diferencias obvias entre contratar para remedios particulares y contratar para el sistema entero, pero la Comisión no tuvo en cuenta estas diferencias. Segundo, la Comisión estaba preocupada de que la empresa pudiera contratar con uno o unos acreedores en detrimento del resto⁷⁷. Por ejemplo, la empresa podría estar de acuerdo en permitir a un banco poderoso cobrar su deuda por completo. Ésta es una preocupación legítima, pero no es relevante a la pregunta de si se debe permitir a una empresa contratar con sus acreedores para inducir el uso de un sistema concursal normativamente defendible. Como se muestra en la Parte III, tal sistema prohibiría los contratos como el supuesto entre la empresa y un banco poderoso. Finalmente, la Comisión creyó que las partes no celebrarían contratos concursales porque "es muy improbable que las partes puedan predecir adecuados remedios dadas las consecuencias imprevisibles que podrían acompañar el derrumbamiento financiero del deudor a un punto desconocido en el futuro. La insolvencia se diseña para proporcionar una estructura para tratar con los eventos imprevisibles (...)"⁷⁸. Esta visión es irrelevante. Nadie discute que el Estado debe proporcionar a las partes un procedimiento concursal predefinido si ellos no contratan uno. Las partes que se sientan incapaces de prever bien los eventos futuros como para celebrar contratos concursales podrían usar el procedimiento predefinido, mientras que otros no lo harían. La visión de la Comisión aquí también es incoherente con su reconocimiento de los esfuerzos actuales por sustituir los remedios privados para los que el Código proporciona⁷⁹. Dada la débil defensa que hace la Comisión, el Congreso debe rechazar su recomendación de prohibir los contratos concursales.

⁷¹ Los acreedores comerciales son suministradores o clientes de la empresa insolvente.

⁷² Ver 11 U.S.C. 1126 (c).

⁷³ Dejando el contrato preferido por la mayoría de acreedores también reduciría los costos de transacción. Los acreedores con créditos suficientemente pequeños como no ameritar la celebración de un contrato usarían el sistema mayoritario: para las razones expuestas, este es el sistema que normalmente preferirán.

⁷⁴ Ver nota 18.

⁷⁵ National Bankruptcy Review Comisión, Op.cit., nota 4.

⁷⁶ Ver, por ejemplo, SCHWARTZ, Alan. "The enforceability of security interest in consumer goods". Journal of Law and Economics, 1983.

⁷⁷ National Bankruptcy Review Comisión, Op.cit., nota 4.

⁷⁸ Ibidem.

⁷⁹ Ver notas 16 y 17.

III. REGLAS CONCURSALES OBLIGATORIAS

En la Parte I sostuve que el sistema concursal es una parte necesaria del derecho corporativo que maximiza el bienestar social. La Parte II mostró que mientras que es necesario un sistema concursal, la pregunta sobre qué sistema debe ser utilizado debe ser decidido por las partes en cada caso particular. Esta parte sostiene que un sistema concursal debe contener reglas estructurales obligatorias que protejan la integridad del sistema concursal, pero no deben contener reglas obligatorias cuya meta sea aumentar el valor del negocio *ex post* insolvencia ("The bankruptcy state"). Este argumento se ilustra con un análisis de cuatro reglas obligatorias en el actual Código Concursal: la regla de la suspensión automática del cobro de las deudas mientras dura el procedimiento concursal; la regla que establece el pago por desacuerdo para acreedores garantizados que no aprueban el plan de reestructuración; y las dos reglas que impiden a una empresa solvente negarse a negociar con su contraparte insolvente o con quien ésta haya designado⁸⁰.

A. Reglas obligatorias en general

Una regla concursal obligatoria se justifica si la regla (1) es necesaria para proteger la integridad del propio sistema, o (2) refuerza la eficiencia *ex post* cuando las partes no pueden alcanzar, por su cuenta, el resultado eficiente. La segunda justificación se refiere al hecho de que las reglas obligatorias no creen incentivos ineficientes para las partes en las etapas más tempranas de su relación económica. Una regla que no cumple con estas justificaciones no crea un bienestar tangible para los acreedores y, por eso, no hará que la empresa insolvente o sus acreedores mejoren. Los perdedores de la aplicación de estas reglas se protegerán a sí mismos en los precios *ex ante* o en los intereses que cobren, de tal forma que la empresa y los supuestos ganadores de la aplicación de estas reglas no ganen realmente.

Como ejemplos de lo anteriormente expuesto, la norma 362 del actual Código dispone la automática

suspensión del derecho de cobro de los acreedores cuando la empresa solicita su declaración de insolvencia⁸¹. La suspensión forzosamente continúa hasta que termina el procedimiento de insolvencia, y la empresa no puede renunciar a su derecho a la suspensión en el contrato de préstamo⁸². En muchos casos, alguna forma de suspensión es esencial para la existencia de un sistema concursal eficiente. Como comentamos anteriormente, los acreedores tienen incentivos para acudir a las cortes a cobrar rápidamente sus acreencias antes que para realizar esfuerzos de cobro coordinado con otros acreedores. Debe evitarse el proceso de cobro individual para que el sistema concursal funcione. Por ejemplo, asumamos que ningún acreedor en particular tiene a su favor una hipoteca o tiene garantizado su crédito con la totalidad de los activos de la empresa insolvente. Un acreedor garantizado con un conjunto de estos activos intentará excluir a los demás. Si el valor de la garantía es mayor para la empresa que para el mercado, impedir la exclusión maximizaría el valor *ex post* de la empresa. Por lo tanto, permitir a los acreedores garantizados excluir antes que se tome la decisión sobre el destino de la empresa viciaría la meta del sistema concursal. En la medida que este argumento se aplica a cualquier sistema concursal, todo sistema necesita una regla automática obligatoria de suspensión de obligaciones⁸³.

Volviendo a las reglas no estructurales, el Código actual dispone que si un acreedor objeta un plan de reestructuración que la mayoría de acreedores de su clase prefiere, el plan necesita sólo otorgarle al acreedor el valor de mercado de su crédito (por ejemplo, el valor de liquidación)⁸⁴. Si el plan de reestructuración está bien concebido, los activos subyacentes a este crédito tendrán más valor en la empresa que en el mercado. El Código Concursal podría otorgarle al acreedor el valor de ejecución de su crédito menos una penalidad, el menor valor de mercado de su crédito, o una suma entre ambos. Darle al acreedor disidente un valor de mercado cubriría toda la diferencia entre el valor en marcha de la propiedad y su valor en liquidación en el estado de insolvencia.

⁸⁰ Barry Adler sostiene que los reglas de prioridad deben ser supletorias, pero también cree que la mayoría de las partes optarían por el sistema actual. ADLER, Barry. "A re-examination of near bankruptcy incentives". University of Chicago Law Review, No. 62, 1995. p. 575-606.

⁸¹ Un análisis general de la suspensión automática de obligaciones se puede encontrar en BUCKLEY, F.H. "The American Stay". S. Cal. Interdisc. L.J., 1994. p. 733. Un reclamo de que algunas empresas insolventes usan el poder de suspensión automática para extorsionar a sus acreedores es formulado por KEATING, Daniel "Offensive uses of the bankruptcy stay". Vand. L. Rev., No. 45, 1992. p. 71.

⁸² Existe un conflicto en la jurisprudencia con respecto a si una empresa puede renunciar a la suspensión automática de obligaciones para favorecer a un acreedor garantizado después de que se ha presentado la insolvencia. Un argumento teórico en favor de imponer la renuncia a la suspensión automática cuando la empresa tiene un acreedor dominante es propuesto por BAIRD, Douglas y PICKER, Randal. "A simple noncooperative bargaining model of corporate reorganizations". Journal of Legal Studies, 1991. pp. 311, 328-349.

⁸³ Un reciente análisis teórico sostiene que si se permitiera la libre contratación sobre la insolvencia, los acreedores podrían no resolver su problema de coordinación celebrando un contrato con la empresa. Ver LONGHOFER, Stanley y PETERS, Stephen, "Protection for whom? Creditor conflicts in bankruptcy". Manuscrito no publicado.

⁸⁴ Ver 11 U.S.C. 1129 (a) (7) (A) (II).

El último grupo ilustrativo de reglas le permiten al deudor en posesión⁸⁵ o al administrador concursal exigirle a una parte solvente continuar ejecutando un contrato con la empresa insolvente o el cesionario de esa empresa. Para ilustrar el funcionamiento de esta regla, supongamos que la empresa insolvente es el suministrado en un contrato de suministro de tres años y deviene en insolvente en el segundo año. El vendedor puede tener incentivos para resolver el contrato porque normalmente tratar con un comprador insolvente es más largo y arriesgado que tratar con un comprador solvente. Antes de la adopción del Código Concursal de 1978, el vendedor tenía un derecho para resolver, probablemente otorgado por ley estatal. La Sección 2-609 del U.C.C. dio a un vendedor con una creencia "razonable" de que su comprador no podría cumplir el contrato, el derecho para exigir garantías adecuadas de cumplimiento, y para resolver si no se daban tales garantías⁸⁶. Las empresas en insolvencia son normalmente una apuesta pobre de cumplimiento y a menudo no se encuentran en posibilidad de dar seguridades de cumplimiento creíbles. Muchas partes, sin embargo, se protegieron por contratos expresos, probablemente para evitar un litigio sobre si la parte solvente creía que el incumplimiento de su contraparte era "razonable" o si la convicción de la parte insolvente de que de todas formas lo ejecutaría era "adecuada". Un término comercial común, llamado "cláusula *ipso facto*", otorgó el derecho para resolver el contrato si la otra parte iniciara un procedimiento de insolvencia⁸⁷.

La sección 365 del Código actual le da al administrador o deudor en posesión el derecho para asumir o rechazar las partes no ejecutadas de los contratos de los que la empresa es parte⁸⁸. El administrador también puede ceder contratos que él mismo asume⁸⁹. La sección 365 también declara que las cláusulas *ipso facto* no son exigibles, eliminando la habilidad de las partes de contratar un derecho explícito para concluir el contrato, y dispone que son inexigibles las cláusulas contractuales que prohíben la cesión⁹⁰. ¿Aumentan la eficiencia *ex post* las tres reglas no estructurales, sin empeorar los incentivos *ex ante* de las partes para invertir en aumentar el valor del contrato?

B. Reglas obligatorias y negociaciones *ex post*

Un análisis preliminar sugiere que las reglas obligatorias son innecesarias para lograr la eficiencia *ex post*. Para ver por qué, consideremos el ejemplo del contrato de compraventa anterior y asumamos que (1) el costo esperado para el vendedor de continuar la ejecución del contrato excedería su ganancia esperada, (2) la continuación generaría ganancias monetarias para la empresa que excederían la pérdida neta del vendedor, y (3) las normas estatales o el contrato privado le permitirían al vendedor retirarse. La primera y tercera asunción implican que el vendedor anunciaría su intención de resolver el contrato, pero la segunda asunción implica que el comprador o su fideicomisario concursal sobornarían al vendedor para que continúe. La compensación del fideicomisario es una función creciente de la cantidad que el fideicomisario trae a la empresa⁹¹. Así, si el vendedor perdiera \$100 por la continuación del contrato mientras la empresa ganara \$200, el fideicomisario tiene incentivos para pagarle al vendedor alguna suma entre \$100 y \$200 para continuar.

El vendedor también continuaría si las normas concursales eliminaran su derecho para resolver el contrato. Para ver por qué esta afirmación no es trivial, asumamos ahora que el vendedor perdería \$200 por continuar la ejecución del contrato mientras la insolvente sólo ganaría \$100. Entonces el vendedor resolvería el contrato incluso bajo lo dispuesto en la sección 365: hay alguna suma entre \$100 y \$200 que el vendedor podría pagar al comprador o a su fideicomisario por el derecho de resolver el contrato⁹².

Estos ejemplos no deben ser sorprendentes. Cuando una norma estatal controla el derecho del vendedor para resolver, el vendedor tiene un "derecho de propiedad" para resolver el contrato en caso de insolvencia; cuando se aplica la sección 365, el comprador insolvente tiene un derecho de propiedad para requerir la continuación. Parecen reunirse las condiciones coaseanas de bajos costos de transacción y de información en la medida en que la negociación se lleva a cabo entre dos partes que normalmente están bien

⁸⁶ U.C.C. 2-609, 1989.

⁸⁷ Las cláusulas *ipso facto* eran usadas antes de que el Código Concursal de 1978 las prohibiera.

⁸⁸ Ver 11 U.S.C. 365 (a).

⁸⁹ *Ibid*, 365(f).

⁹⁰ *Ibid*, 365 (la e) (1), (f) (1).

⁹¹ *Ibid*, 326, 330.

⁹² Cuando las partes renegocian antes del inicio de un procedimiento de insolvencia, pero conscientes de cómo se desarrollan estos procedimientos, el vendedor podría pagarle directamente al comprador para resolver el contrato. Cuando las partes renegocian durante el proceso de insolvencia y el comprador es un deudor en posesión, el vendedor también podría pagarle directamente al comprador. Y cuando existe un fiduciario, él o ella podría aceptar pagos para el beneficio del patrimonio sujeto a concurso. Así, este análisis asume que bajo la ley actual la parte solvente podría pagarle a la insolvente en una nueva negociación.

informadas. Por consiguiente, la asignación inicial del derecho de propiedad es irrelevante para la eficiencia, y los vendedores ejecutarán los contratos con empresas insolventes cuando el retorno monetario de la ejecución exceda los costos del vendedor, y los resolverán cuando esta condición falla, tanto bajo el Código Concursal como bajo las normas estatales. Similarmente, cuando es eficiente que la propiedad permanezca en la empresa, permanecerá allí tanto si la ley regula el pago de los acreedores en desacuerdo como si no lo hace.

La empresa se beneficia *ex post* bajo la sección 365, pero estos beneficios traen consigo un precio. Cuando la empresa mantiene el derecho de propiedad sobre continuar con la ejecución del contrato, el vendedor debe sobornarlo para resolver. Como consecuencia, el vendedor subirá el precio del producto a la empresa. Cuando el vendedor tiene el derecho de propiedad, los acreedores cobrarán a la empresa una tasa de interés más alta que la que cobrarían si la empresa insolvente tuviera el derecho de propiedad (porque cuando el vendedor tiene el derecho de propiedad, la insolvente será más pequeña). Así, cualquier aumento en el valor *ex post* de la empresa se compensa por el encogimiento de los activos de la insolvente causado por las peores condiciones comerciales que las partes perjudicadas exigen. Este argumento puede generalizarse a cualquier regla que no crea nueva riqueza social sino que sólo cambia los activos *ex post* de un grupo de acreedores concursales a otro.

En resumen, la regla de la suspensión automática de obligaciones es necesaria para un sistema concursal porque conserva la habilidad del sistema para decidir si las empresas deben reestructurarse o liquidarse. Aun cuando la suspensión está vigente, las reglas concursales obligatorias son cuestionables en dos razones. Primero, un análisis informal sugiere que en la medida en que las partes pueden renegociar después de la insolvencia, la empresa insolvente ejecutará contratos que generan ganancias monetarias netas, tanto si una regla obligatoria está vigente o no, hacien-

do que las reglas obligatorias sean innecesarias para lograr la eficiencia *ex post*⁹³. Segundo, la división de los activos en una renegociación *ex post* será diferente si las partes están renegociando contra una regla obligatoria en lugar de una supletoria. Como las partes se anticiparán a los resultados de la renegociación, el que una regla sea o no obligatoria puede afectar las primeras decisiones económicas de las partes. La conveniencia de una regla obligatoria no puede evaluarse, por consiguiente, sin un análisis de estas decisiones tempranas. La teoría concursal actual omite este análisis. Las próximas dos secciones esbozan cómo se debe efectuar un análisis más completo de las reglas concursales obligatorias.

C. La sección 365 y las cláusulas *ipso facto*

La renegociación en el contexto de la sección 365 difiere de la negociación coaseana porque no se cumple uno de los presupuestos del Teorema de Coase⁹⁴. El teorema asume mercados de capital perfectos, lo que implica que las partes pueden financiar todas las operaciones eficientes; aun cuando una empresa insolvente no tenga dinero en efectivo⁹⁵. También es común cuando se analizan algunas cuestiones contractuales asumir que las cortes pueden calcular con precisión los daños esperados. Los daños del comprador (por un vendedor que no ejecuta el contrato) ascienden a la diferencia entre la valoración del comprador por la de cumplir el contrato y el precio⁹⁶. Dada la dificultad de determinar las valoraciones en un juicio, las cortes podrían errar tratando de determinar estos daños. Cuando existe la posibilidad de que las cortes yerren, hay dos efectos de eficiencia compitiendo. Si el vendedor es libre de resolver después de la insolvencia, el vendedor a veces resolverá aun cuando el negocio sea eficiente. Por otro lado, si el vendedor es libre de resolver, el comprador no puede comportarse estratégicamente en la insolvencia, y esto aumentará los incentivos del comprador para invertir. La libertad contractual de las partes para permitir al vendedor resolver aparentemente debe restringirse (en un mundo de derechos de

⁹³ Si el comprador o fiduciario no pueden renegociar con el vendedor, dos ineficiencias pueden presentarse: (1) una aceptación excesiva ocurriría cuando el comprador puede aceptar un contrato ineficiente (la ganancia del cumplimiento para el comprador es menor de la pérdida para el vendedor); o (2) un rechazo excesivo ocurriría cuando el comprador puede rechazar un contrato eficiente (el comprador no tomará en cuenta la ganancia que el vendedor le proporcionaría con el cumplimiento del contrato porque el comprador, al ser insolvente, no pueda hacerle pagar al vendedor la indemnización por daños después del rechazo). Jesse Fried sostiene que la renegociación raramente es posible y sugiere algunas modificaciones al código de concursal que respondan al peligro de rechazo excesivo. FRIED, Jesse. "Executory contracts and performance decisions". *Duke Law Journal*, 1996. pp. 517, 539-566.

⁹⁴ Esta sección se basa en el trabajo de CHE, Yeon-Koo y SCHWARTZ, Alan. "Section 365 and mandatory bankruptcy rules", 1998 (manuscrito no publicado).

⁹⁵ Una concisa lista de las suposiciones que genera el teorema de Coase está en HOFFMAN, Elizabeth y SPITZER, Mathew. "The Coase Theorem: some experimental test". *Journal of Law and Economics*, 1982.

⁹⁶ Si el vendedor tiene el derecho de propiedad, no existe discusión: el vendedor simplemente sale. Si el patrimonio concursal tiene el derecho de propiedad y asume el contrato, el vendedor podría ser responsable si se niega a cumplirlo.

propiedad imperfectos) si el efecto ineficiente de las pocas negociaciones *ex post* domina el efecto ineficiente de disminuir los incentivos del comprador para invertir.

Un simple modelo ilustra por qué este intercambio existe. Asumamos que una empresa obtiene de sus acreedores un préstamo para llevar a cabo un proyecto, como en el modelo de la Parte II, y después celebra un contrato con un vendedor para que la producción ingrese al mercado. La empresa deriva los beneficios monetarios y privados de llevar a cabo el proyecto (denotados "y" y "b", respectivamente). El precio del contrato es "p". Si la empresa deviene en insolvente y el vendedor resuelve el contrato, el proyecto no podrá realizarse. En la insolvencia, la empresa, a quien llamaremos "el comprador", se convierte en un deudor en posesión o en un fideicomisario concursal, pero los administradores de la empresa continúan operándola. Se asume que los acreedores tienen una prioridad por encima del vendedor, y que el retorno del proyecto en insolvencia es menor que el costo del proyecto. Así, si el comprador resuelve, la demanda del vendedor por los daños carecerá de valor; los acreedores prestaron el costo del proyecto y tienen la prioridad, por lo que no dejarán nada para que el vendedor se cobre. Por otro lado, si el vendedor resuelve, se asume inicialmente que las cláusulas *ipso facto* son ilegales, por lo que el comprador podrá demandar al vendedor por los daños y perjuicios ocasionados. Para comprender la idea de que las partes solventes prefieren no contratar con las partes insolventes, se asume que el costo para el vendedor de ejecutar el contrato, "c", es igual a cero si el comprador es solvente y mayor que cero si el comprador es insolvente.

Para empezar, asumamos que las cortes pueden medir con precisión los daños esperados del comprador insolvente y consideremos el caso en que las ganancias, si el proyecto tiene éxito, exceden el precio del contrato ($y > p$). El comprador podría pagar entonces para que el vendedor ejecute el contrato. El vendedor preferiría resolver si su pérdida por la ejecución excediera los daños y perjuicios del comprador. La pérdida sería la diferencia entre el costo del vendedor y el precio ($c - p$). El verdadero daño esperado del comprador es de $y - p$. Por lo tanto, el vendedor ejecutará el contrato si $y - p > c - p$, o si $y > c$, y lo resolverá si

no fuera así. El vendedor ejecutará el contrato, en otras palabras, sólo si el proyecto del comprador generase un retorno monetario neto.

Después (asumiendo aún que las cláusulas *ipso facto* son ilegales), consideremos el mismo caso pero permitamos que las cortes yerren en el monto de los daños que determinan. Con esta asunción, en la medida en que se concede una indemnización sólo cuando los daños son positivos, los daños que el vendedor espera pagar en caso resuelva excederán los daños verdaderos⁹⁷. Por consiguiente, el vendedor preferirá a veces la ejecución del contrato aunque su costo exceda el retorno monetario del proyecto. Si el comprador acepta la ejecución, se lleva a cabo el proyecto, y el comprador le pagaría el precio al vendedor, que entonces perdería $c - p$. El comprador capturaría el beneficio privado "b", y a los acreedores se les pagaría la diferencia entre el retorno del proyecto y el precio ($y - p$) del proyecto. El comprador en una renegociación podría obtener el consentimiento de las partes para no ejecutar el contrato, pagándoles una rentabilidad. El vendedor convendría la resolución si pudiera pagarle al comprador no más de la pérdida en la que el vendedor habría incurrido por la ejecución, que es $c - p$, y los acreedores acordarían permitir la resolución del contrato si fueran pagados por lo que la ejecución del mismo hubiera traído, que es $y - p$. Si el comprador renegocia para resolver, por lo tanto, puede guardar la diferencia entre lo que el vendedor le paga para no ejecutar y lo que debe pagar a los acreedores. Esta suma es $(c - p)$ (el pago del vendedor) - $(y - p)$ (el pago a los acreedores), o $c - y$. El comprador permitirá la ejecución del contrato sólo cuando los beneficios privados que obtiene excedan el pago monetario que recibiría de la resolución. Es decir, el comprador permitirá que el vendedor ejecute el contrato cuando $b > c - y$, o cuando $b + y > c$. Ésta es la condición para el contrato eficiente, en el que los beneficios totales de la ejecución exceden su costo.

La prohibición de cláusulas *ipso facto* en un mundo de errores judiciales parece aumentar la eficiencia *ex post*. Estas cláusulas definen la salida de un contrato de una parte solvente ante la insolvencia de otra sin que ello se considere una resolución. En el ejemplo anterior, el vendedor podría cancelar el contrato sin pagar daños. En estas circunstancias, el comprador puede inducir a la ejecución sólo compensando la

⁹⁷ Los errores judiciales se pueden conceptualizar por permitirle a las cortes observar al azar, la estimación imparcial de la actual $y - p$. Esto es, la corte observa $y - p + z$, donde z es una variable de error casual con variación positiva y promedio cero. Esta representación de los daños implica que los daños estimados que el vendedor enfrenta exceden los daños reales. Si z es positiva, la corte sobreestima los daños del comprador y el vendedor paga una suma erróneamente alta. Si z es negativa, la corte subestima los daños del comprador. Estos daños, sin embargo, son limitados por el cero.

pérdida del vendedor, y el comprador podría hacer esto solamente si el retorno monetario de la ejecución excediera el costo del vendedor. Esta mayor eficiencia de aumentar el número de casos en que las partes negocian *ex post*—es decir, de prohibir cláusulas *ipso facto*—es no monetaria. Bajo la prohibición, se ejecuta el contrato cuando $b+y > c$. Esto implica que el contrato se ejecuta cuando $y > c$. Bajo la ley actual, todos los contratos que generen aumentos monetarios netos se deben ejecutar, así como se ejecutaron todos estos contratos cuando las cláusulas *ipso facto* eran legales. El aumento de la eficiencia *ex post* por la prohibición es consecuencia de la capacidad de los administradores del comprador de consumir los beneficios privados que serían pérdidas de otra manera. Por lo tanto, la conclusión del análisis informal se confirma. Las partes ejecutarán los contratos que generan aumentos monetarios netos tanto si la sección 365 es obligatoria como si no lo es.

Volviendo a las iniciales decisiones económicas de las partes, permitir que el vendedor resuelva libremente creará mayores incentivos eficientes para la inversión. Para ver por qué, recordemos que en el ejemplo anterior el comprador utiliza la amenaza de daños altos tanto para obligar al vendedor a que cumpla aún cuando ello le ocasione una pérdida o como para que le compre su derecho a resolver. En cuanto al efecto sobre la inversión, cuando las partes solventes anticipan pérdidas crecientes en insolvencia, aumentarán la suma que el comprador debe pagar si es solvente. Para ser exactos, para que el comprador pida prestada una suma igual al valor previsto de su proyecto, u obtenga crédito de un vendedor al costo esperado de ampliar el crédito, el comprador debe prometer a estas partes un retorno (si el comprador es solvente) que exceda el del proyecto o el costo del crédito. Cuando el comprador deba compartir el retorno del proyecto con los acreedores, el comprador no se esforzará hasta que el costo marginal de esfuerzo iguale el aumento marginal. Además, la combinación de una regla obligatoria con la posibilidad de errores judiciales le permite al comprador ganar beneficios privados en más casos. Por lo tanto, el daño esperado de la insolvencia para el comprador es menor, y el comprador se esforzará menos para evitar la insolvencia.

Una cláusula *ipso facto* mejora el efecto sobre la inversión porque elimina la capacidad del comprador de comportarse estratégicamente. El comprador podría amenazar con demandar por daños excesivos para forzar la ejecución o para capturar las ganancias de la renegociación porque la cláusula permite que el vendedor salga sin pagar daños. Por consiguiente, el comprador debe prometer a las partes un retorno menor en el estado de la solvencia para obtener crédito. El comprador puede guardar más de las ganancias y tiene mayores incentivos para invertir.

Las cláusulas *ipso facto* parecen tener efectos competitivos de eficiencia: las cláusulas perjudican la negociación *ex post*, pero mejoran los incentivos para la inversión. La ley concursal, sin embargo, no debe prohibir estas cláusulas. Si los beneficios privados de la empresa se excluyen del cálculo de la eficiencia, entonces la prohibición es inequívocamente ineficiente. La prohibición disminuye los incentivos para la inversión sin que ello se compense con algún aumento de eficiencia. Los beneficios privados de una empresa no deben contar en un análisis normativo de la insolvencia. Un sistema concursal cuya función es maximizar el valor monetario de la empresa insolvente no debe disponer una prohibición que reduzca los beneficios netos para aumentar la utilidad no monetaria de los dueños o de los administradores de una empresa insolvente. Si la prohibición de las cláusulas *ipso facto* fuera siempre eficiente, el Código Concursal podría disponer una prohibición contra dichas cláusulas⁹⁸.

D. Cláusulas anti-cesión

Las secciones 365(c) y 365(f) del Código Concursal le permiten al administrador asumir un contrato y después cederlo a un tercero para que lo ejecute (a pesar de que exista en el contrato una cláusula que prohíba la cesión), excepto en casos inusuales⁹⁹. El ejemplo paradigmático de un caso inusual en el cual una corte mantiene una cláusula anti-cesión es un contrato bajo el cual la empresa insolvente debía realizar servicios personales a la parte solvente¹⁰⁰. De otra manera, el administrador o el deudor en posesión pueden ceder no pueden o no quieren ejecutar. La negativa del código para hacer cumplir las cláusulas anti-cesión funciona de manera similar a la prohibición de las

⁹⁸ Ver U.C.C. 2-609, 1989.

⁹⁹ Ver 11 U.S.C. 365 (c), (f), 1994.

¹⁰⁰ Dos recientes casos discuten las provisiones del actual código regulando la cesión. Ver *Institut Pasteur v. Cambridge Biotech Corp.*, 104 F.3d 489,492-93 (1 Cir.), 117 ct de s 2511, 1997; *Summit Inv. y Dev. Corp. v. Leroux*, 69 F.3d 608,612-14 (1 Cir.), 1995.

cláusulas *ipso facto*. Si las cortes pueden calcular con precisión el daño esperado, el administrador cederá solamente los contratos que son eficientes para que los terceros ejecuten. Prohibir estas cláusulas cambiará los beneficios *ex post* a la insolvente, pero la empresa insolvente o sus acreedores no estarán mejor pagados porque el efecto de la prohibición será tasado *ex ante*. Además, la prohibición probablemente disminuya los incentivos para la inversión por las razones ya indicadas¹⁰¹.

Para establecer estas conclusiones, asumamos que una empresa insolvente –el comprador en el modelo anterior– será liquidada. Hay un grupo de compradores solventes que podrían ejecutar provechosamente el contrato. Si no le costara nada al vendedor solvente ejecutar el contrato a favor de una empresa solvente, sería eficiente ceder el contrato, y el vendedor no se opondría a la cesión¹⁰². Si el vendedor anticipa el deseo de ejecutar el contrato para cualquier empresa solvente, sin embargo, el contrato no contendría una cláusula anti-cesión. Para hacer el problema interesante, asumamos que el costo de ejecución para el vendedor es en parte una función de la identidad de la empresa que tiene como contra parte. Por lo tanto, puede ser provechoso para el vendedor ejecutar el contrato a su precio original con algunos cesionarios, pero no con otros. Una cláusula obligatoria anti-cesión permitiría que el vendedor rechazara la ejecución cuando con ella perdiera dinero.

Para hacer el análisis más exacto, denotemos como c_b el costo del vendedor de negociar con el comprador el contrato, y denotemos como c_t el costo del vendedor de negociar con los terceros que el comprador o su administrador elige. El vendedor se opondría a la cesión si $c_t > p \geq c_b$, es decir, si la ejecución para el cesionario supusiera una pérdida. El cesionario ganaría y_t de la ejecución, y sería eficiente ejecutar el contrato si el costo de la ejecución para el vendedor fuera menor que las ganancias de los terceros ($c_t < y_t$).

Para ver que la prohibición de la cláusula anti-cesión no aumenta la eficiencia *ex post* asumamos primero que la cláusula es ilegal y que las cortes podrían determinar con precisión los daños esperados de un cesionario ajeno a la relación inicial. Los terceros aceptarían la cesión si la ganancia esperada del proyecto excediera su costo. El costo es el precio que un

cesionario le pagaría al vendedor por el producto más el precio que el cesionario pagaría al administrador por el derecho a la ejecución del contrato. El último precio lo denotaremos como “ x ”. El mayor valor que x podría tomar, denotado como x_{\max} , aseguraría que el cesionario no obtendría beneficios de la cesión. El cesionario no obtiene beneficios si $y_t - p - x = 0$, de tal forma que $x_{\max} = y_t - p$. Denotemos como d_{\max} el soborno máximo que el vendedor le pagaría al administrador para no ceder el contrato. Esto igualaría la pérdida del vendedor por la ejecución para el cesionario: $d_{\max} = c_t - p$.

Sería eficiente ejecutar el contrato con el cesionario si los beneficios del cesionario excedieran los costos del vendedor. Observemos que si $y_t > c_t$, entonces $y_t - p > c_t - p$. Por lo tanto, $x_{\max} > d_{\max}$. Lo máximo que el cesionario pagaría por el contrato – x_{\max} – es más que lo máximo que el vendedor le pagaría al administrador para no que no se realice la cesión – d_{\max} . El contrato, entonces, sería cedido. Por otra parte, si fuera ineficiente ejecutar el contrato, entonces $x_{\max} < d_{\max}$. En este caso, lo máximo que el cesionario ofrecería por el contrato es menos que lo máximo que el vendedor le pagaría al administrador para no cederlo. En suma, cuando el Código Concursal prohíbe las cláusulas anti-cesión, el administrador puede ceder solamente aquellos contratos que son eficientes que sean ejecutados por terceros.

Asimismo, los terceros solamente celebrarían contratos eficientes si las cláusulas anti-cesión son legalmente exigibles. En este caso, los terceros tendrían que negociar directamente con el vendedor. Cuando $y_t > c_t$, hay obviamente una suma que el cesionario podría pagar y que induciría al vendedor a ejecutar el contrato. A la inversa, si fuera ineficiente ejecutar el contrato, los terceros no podrían pagarle al vendedor lo suficiente para ejecutarlo. Consecuentemente, los contratos que son beneficiosos de ser ejecutados *ex post* por alguien serán ejecutados tanto si el Código Concursal prohíbe las cláusulas anti-cesión como si no lo hace.

La empresa insolvente no se beneficia *ex post* de la prohibición de las cláusulas anti-cesión, porque la empresa capturará parte de las ganancias de la ejecución eficiente o aceptará un soborno para rechazar la cesión. Esta ganancia redistributiva, sin embargo, será

¹⁰¹ Ver sección III.C.

¹⁰² Cuando los costos de ejecución del vendedor son cero, el retorno del proyecto para el tercero necesariamente excede los costos, por lo que la ejecución es eficiente. Nadie haría una oferta para celebrar un contrato a menos que su retorno esperado exceda el precio, de tal forma que el vendedor sabe que será pagado.

considerada *ex ante*, por lo que no se traducirá en beneficios netos. Además, si el proyecto del comprador debe ser financiado por otros acreedores, en la medida en que la prohibición de las cláusulas anti-cesión disminuye el retorno de la insolvencia para ellos, el precio creciente que los acreedores asumirán evitará que el comprador realice las ganancias completas del proyecto. La reducción del retorno monetario para los acreedores probablemente reducirá los incentivos del comprador para invertir¹⁰³.

IV. CONCLUSIÓN

El análisis del régimen concursal se ha centrado tradicionalmente en los problemas que existen después de que haya ocurrido la insolvencia. Los académicos convienen que un sistema concursal debe procurar maximizar el valor de la insolvencia para beneficio de los acreedores. Los altos costos de coordinación evitan que los acreedores realicen esta tarea ellos mismos coordinando en común la maximización de estrategias de cobro de la deuda. Los académicos discrepan sobre si un sistema concursal debe perseguir metas adicionales que pueden disminuir el valor maximizado, tales como distribuir el valor entre los trabajadores o las comunidades locales. La mayoría de los participantes en las discusiones concursales convienen, sin embargo, en que los problemas que impiden a los acreedores coordinar estrategias después de la insolvencia también están presentes *ex ante*, cuando la empresa pide dinero prestado. Al parecer porque se piensa que no es práctico contratar sobre el sistema concursal, pocos académicos han analizado la naturaleza obligatoria del sistema concursal norteamericano. Las partes son obligadas a utilizar el sistema concursal que el estado provee, y no pueden pactar en contrario de muchas de las reglas de este sistema monopólico.

Este ensayo ha sostenido que un sistema concursal es una parte de las normas corporativas generales. La meta principal del derecho corporativo es maximizar el bienestar social. La búsqueda de metas adicionales a la maximización del bienestar social de un sistema concursal es tanto ineficiente como contraproducente. Un sistema concursal realiza mejor la meta de maximizar el bienestar social maximizando el valor de las empresas insolventes. Esto maximiza la rentabilidad de los acreedores cuando las empresas fallan y permite así que los acreedores reduzcan el costo del crédito. Por consiguiente, las empresas

financian más proyectos y tienen mejores incentivos para invertir en estos proyectos. Obligar a las partes a utilizar un sistema concursal provisto por el estado no maximiza el valor de las empresas insolventes, porque el óptimo de este sistema concursal es estado-dependiente: ningún sistema, no importa qué tan bien construido esté, es el mejor para todas las partes en todos los estados del mundo. Así, obligar a las partes a utilizar siempre el mismo sistema deteriora la capacidad de las empresas de acceder al crédito. En el mundo de la insolvencia, un tamaño no puede ser bueno para todos.

Se cree que muchas de las reglas obligatorias dentro del sistema concursal son para mejorar la situación de las empresas insolventes. Esto no es una meta concursal inteligible. Se justifica una regla obligatoria solamente si es necesaria para preservar la integridad del sistema concursal en sí mismo o si la regla acrecienta la eficiencia *ex post* mientras que no empeora los incentivos de las partes para invertir en los contratos que celebran. La regla de la suspensión automática de ejecución de las obligaciones ("*automatic stay*") en muchos casos aparece necesaria para preservar la integridad del sistema concursal. Otras reglas obligatorias, tales como las reglas que regulan la asunción y asignación de contratos, son más difíciles de justificar. Estas reglas no aumentan la eficiencia *ex post*, no crean ganancias netas para la masa concursal y empeoran los incentivos de la inversión.

Este análisis tiene cuatro implicancias normativas. Primero, el Estado debe permitir que las partes contraten sobre el sistema concursal que prefieran. En segundo lugar, para prevenir problemas por aquellas minorías que prefieran no contratar ("*holdout problem*"), el Estado debe amarrar a la minoría al contrato que una mayoría de acreedores prefiere (así como ahora amarra a la minoría al plan de reestructuración que la mayoría prefiere). Tercero, un sistema concursal no debe contener reglas obligatorias que solamente intentan mejorar la situación de las empresas insolventes. Cuarto, los sistemas concursales son lo suficientemente complejos como para que crearlos esté probablemente más allá de los recursos de las partes para los típicos otorgamientos de crédito. Es decir, un sistema concursal es en gran parte un interés público. Así, el Estado debe proveer a las partes un sistema supletorio, pero también un sistema de los sistemas adicionales entre los cuales las partes pueden elegir, así como ahora los Estados proveen a las partes

¹⁰³ Si las cortes pueden errar al evaluar daños a la expectativa, el vendedor podría a veces tener que ejecutar para un tercero cuando sus costos de ejecución excedieran el retorno de los terceros. La ganancia de eficiencia, si es que existe, sería los beneficios privados de terceros, pero éstos no deben incluir un análisis de insolvencia.

de un conjunto de formas societarias supletorias, tales como la sociedad anónima cerrada, la sociedad anónima abierta y otras similares.

El análisis de la insolvencia a través del lente de la teoría contractual nos revela el carácter anacrónico del derecho

concurzal: el derecho concurzal es una empresa del gobierno. Así como el Estado maneja el sistema postal, así también el Estado maneja el sistema concurzal, y en ambos restringe la competencia por ley. El postulado central de este ensayo es recogido a través de una variación a un lema de moda: privaticemos la insolvencia.
